全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资总监的经验告白 股市投资的理念重塑

> 揭示符合中国市场的投资策略 <

投资总监的告白

宋瑞来◎著

投资理念揭盲与重塑



缩短试错期 降低试错成本

丁圣元 孙枝来 潘福祥 黄扬录 张迪生

强力推荐



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

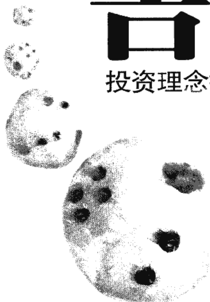
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期



投资总监的告白

宋瑞来◎著

投资理念揭盲与重塑





缩短试错期　降低试错成本

> 揭示符合中国市场的投资策略 <



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货

理想藏书55188

这是一本关于证券投资经验总结性、探讨性的书。其主题是对决策过程中不断遭遇的新老问题的持续追索。这也是一本强调实证、探索实战问题并强调在实战中如何合理决策的书。本书试图在一些重要方面，主要在投资理念而非投资技巧方面，与投资者共同探讨如何缩短试错期的经验和路径。如果读者从中任何一点得到启发，我确信它可至少降低投资者数千元、数万元或数十万元量级股票决策过程中的试错成本。

图书在版编目（CIP）数据

投资总监的告白：投资理念揭盲与重塑/宋瑞来著.—北京：机械工业出版社，2013.1

ISBN 978-7-111-40914-4

Ⅰ.①投… Ⅱ.①宋… Ⅲ.①证券投资—基本知识 Ⅳ.①F830.53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 302954 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号 邮政编码100037）
策划编辑：李 浩 责任编辑：李 浩 刘 静
责任印制：乔 宇
保定市中画美凯印刷有限公司印刷
2013年1月第1版·第1次印刷
180mm×250mm·17印张·2插页·227千字
标准书号：ISBN 978-7-111-40914-4
定价：39.80元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务
社服务中心：（010）88361066
销售一部：（010）68326294
销售二部：（010）88379649
读者购书热线：（010）88379203

网络服务
教材网：http://www.cmpedu.com
机工官网：http://www.cmpbook.com
机工官博：http://weibo.com/cmp1952
封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

理念揭盲，总监告白

本书的宗旨是，探索路径——如何降低股票投资者的试错成本，缩短投资者的试错期。

股票决策不是一种知识，而是一种技能。这种技能不能以知识传授，必须靠经验的积累，靠“亲历性”、靠持续的体验式学习来完成。经验来自试错，经验来自揭盲，经验的沉淀形成决策规则与投资理念。

首先来介绍一下试错论。股市是个复杂系统。复杂系统问题的求解，不存在唯一解，不存在最优解，而存在多重解。复杂问题求解是个创造性过程、个性化应对过程，是个不断揭盲、试错的过程，只有通过不断试错，才能找到满意的答案。

这个答案不是某个固定结论，而是一种你认为有效的方法。股市决策需要自信又需要不自信。自信才能果断决策，不自信才能及时修正错误；自信是基于对方法有效性的自信，不自信是针对个案的结论要动态评估。时变事变，出错正常，但要止损，把不确定风险转变为“确定性”风险。

初入市的股市投资者要转变为成熟的投资者，要经历漫长的试错期。这个试错期至少要有 8～10 年之久（详见第一章）。成熟投资者的标志是已具备成熟的投资理念和有一套适合自己的投资策略与方法。

现实中存在主动与被动两类试错过程。前者借助他人经验，主动试错；后者凭感觉而行，被动试错。两类试错有不同的试错成本和试错期。后者试错期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更长，成本更高。

本书试图在一些重要方面，主要在投资理念而非投资技巧方面，与投资者共同探讨如何缩短试错期的经验、路径。如果读者从中任何一点得到启发，笔者确信它可至少降低投资者数千元、数万元或数十万元量级的股票决策过程中的试错成本。理念方面的错误会导致投资者在技术层面出现不断重复性的错误，而注重理念纠偏的专著供应匮乏。

笔者认为，投资者的成熟过程，也可视为投资者对股市的揭盲过程。我们可从盲点、盲区论解读投资者揭盲过程。

股市周期中每种较典型的决策情境对陌生人而言都构成盲点，盲点组成盲区。投资者主要有三个盲区需要处置：第一，信息盲区；第二，投资技巧盲区；第三，投资理念盲区。对这三个盲区的合理应对都可以成为投资者的致胜路径。

何为信息盲区？在股市中，你所观察到的数据和信息未必是真值。就测量学而言，观察值不等于真值。观察值与真值之间的差距叫误差。股票定价依据未来信息贴现，而未来信息通常含有大量误差及不确定性，且这种误差是时间的函数，难以消除。一些机构靠密集跟踪和调研获得超额收益。这就在于信息战的大规模资源投入，以获取相对的、规则内允许的信息优势。

何为投资技巧盲区？投资技巧盲区，涉及各种各样决策情境的应对技巧、技术。它包括相应的情境识别指标、具体应对规则。从一个完整周期看，从各类情境出现频率高低的角度划分，股市决策情境可分为三类：高频出现的情境，即占股市均衡期阶段 50%～70%的各种典型状态；中频出现的情境，即占股市均衡期中 20%～40%的各种典型状态（股市均衡期大致占股市周期时段的70%～90%）；低频出现的情境，即在股市周期占 10%以下异常值阶段的各种典型状态。异常值阶段等于股市被过度高估或低估的阶段。

技巧盲区揭盲意味着投资者对一个完整周期中各种较典型的决策情境，或某一类别的决策情境，能采取正确的应对规则。就技巧揭盲而言，各种盲点按其揭盲的难度可划分为三个不同的盲区或阶段：一般先熟悉高频部分，其后为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中频部分，最后为低频出现部分。

股民成为成熟投资者的过程，大多是逐步从技巧层次揭盲开始，最终到完成理念揭盲，则宣告阶段性结束。技巧揭盲向理念揭盲的转换则是面对一个更高难度的认知门槛：一般在从业 5 年之后才启动，从业 8～10 年后有可能完成。

在技巧揭盲阶段，投资者会逐步发现一些认知瓶颈难以逾越，在这些瓶颈处会出现不断重复性的错误。投资者会发现技巧性和局部性问题，始终受到股市系统性、整体性因素的制约。例如，国际经验提供了下列结论：股票之间的相关性，在股市上升阶段或下降阶段会有很大差别。下降阶段会有更广泛的相关性与相关强度。特别是某一种技巧在窄幅波动行情中能反复高抛低吸做差价，一旦发生情境的重大转换而不自知，这种技巧会遭遇灭顶之灾。投资技巧的有效边界一定要经历周期压力测试才可认定。这种测试与认知就涉及投资者投资理念的建立与完善。错误投资理念是投资者犯重复性错误的根源。

成熟投资理念涉及对股市全周期特征的概括、总结和认知。一般至少需要经历两个周期。通常还需要借助他人经验，参考近百年来的数十个周期的经验。霍华德·马克思总结自己 40 多年从业经验时，写下这样的感悟："一种有效的投资理念的形成需要数年乃至数十年的时间：多年在市场上的摸爬滚打、事件观察与总结经验教训。"

再来介绍一下盲注论。赌博时只赌运气，不看牌下注，或随机下注追求随机回报，这叫盲注。投资者可在此刻检验一下你对自己目前持仓的股票到底了解多少，多大程度属于盲注。你是否知道它的主业与主要收入的构成、它的基本盈利模式，企业所处行业的发展阶段、竞争格局，该企业在行业中的地位，该企业未来 3 年的预期预测状况，企业管理层的管理水平与职业道德水准，该股票的历史均衡价位、现价合理性、筹码分布，及既定利益格局，下阶段影响股价的数个关键因素及可能的变化等。

投资者会发现股票投资决策都有盲注成分，不过程度不同。尽管我们可以区分聪明注、盲注，大盲注、小盲注，但那只是相对的。各种不完全信息、不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定性都构成股票的盲区。笔者强调依据股票的过去、现有的信息，对股价未来的推断不可避免地存在三大缺口：信息缺口、逻辑缺口、时间缺口。这三大缺口决定了对股票未来的推断不具有确定性。

存在“盲注意识”不是坏事，它让我们牢记我们在复杂问题面前存在认知局限，这样才能更合理地决策。盲注意识也提醒我们，不仅要防止大盲注，也要力争降低盲注的“盲级”。盲区、盲点不能消灭，只能降低。要靠投资组合，多样化降低投资组合整体的盲级。

简而言之，这是一本关于证券投资经验总结性、探讨性的书。其主题是对决策过程中不断遭遇的新老问题的持续追索。这是一本强调实证、探索实战问题并强调在实战中如何合理决策的专题集。问题追索始终以实战中焦点问题为选题基准，且并不刻意追求理论的严谨与逻辑的完美。书中众多观点更重视是否有助提高决策效果而非理论价值。

本书聚焦的层面是证券市场不确定情境下的决策过程合理性及决策行为所需遵守的基本规则。它重点探索理念层面揭盲而非技巧层面揭盲。本书也试图建立、启用一个新的具有良好多元性、汇集性、实战性的证券决策分析框架，启用一个新的观察视角，突出决策者在决策过程中面对的焦点问题及解决路径，力争有助于投资者缩短漫长的试错期，降低试错成本。

本书不追求学术之“真”，仅试图总结经验值之“实”。这些经验来自个人实践的总结与其他人经验的获取——大师书籍的体会、解读。本书的内容由三方面资源形成：第一，多年实战经验的沉淀与总结；第二，“股市迷之追索”各项专题研究笔记；第三，国际经典著作的读书笔记——投资大师投资经验的整理、汇集、解读。

本书的特点如下：

第一篇，敬畏市场——敬畏市场的无序与异常值打击。对股市复杂性作新角度解读——不确定性、模糊性、非线性、自组织性等。投资者常规误区之一，即不知如何敬畏市场，低估证券市场的复杂性，遭遇“职业炸毁”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇，思维模式转换——复杂世界与多元化心智模式。引入科学哲学最新的研究成果——复杂性及其适应理论，为股市解读与决策提供新的分析框架与视角。本书提出并试图解决一些传统决策理论所忽视、却已成为股市决策实战焦点的问题。这些问题仍是不少投资者决策过程中的的认知盲区，如投资者思维模式转换问题。投资者从不成熟到成熟的转变，必须要经历思维模式转换，即思维模式从因果思维、线性思维、演绎性思维向概率思维、非线性思维、多元化思维范式改变。前者适应确定性世界，后者才能适应不确定性世界——复杂系统的决策情境。投资者初期所犯的大量错误，就是一相情愿地用确定性世界的思维模式，应对不确定性世界的决策，导致大量投资悲剧。

第三篇，理念重塑——股市高端认识门槛与应对规则，着力阐述下列投资信仰及基本决策规则：

第一，各种投资方法均可获得成功，但所需要的技术条件、资源条件不同。它们各有其有效的界域与值域，跨界使用是常见误区之一。

第二，存在多种投资理念与投资策略，没有最好的投资策略，只有最适合你的投资策略，适合在于所选投资策略与个人特征相匹配，包括：与个人的性格匹配；与个人优势域匹配——做自己擅长的事，选择自己了解的股票。

第三，成熟的投资理念重于投资技巧。投资理念统领全局，要适合股市周期性各阶段的复杂变化。投资技巧只解决局部问题。投资者常规误区之一，就是过多地沉溺于投资技巧，没有成熟的投资理念，痛失大局。

第四，对价值投资理论优势与不足进行了解读。

第五，介绍笔者个人投资理念、投资方法形成的心路历程。

这本书起步于求解股市之谜的专题研究。本书的初衷是厘清问题，不期问题越整越多。这里仅尝试建立新的股市解读与分析框架，并期望同业的指正、共勉。

作　者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 Contents

前　言　理念揭盲，总监告白

第一篇　敬畏市场——敬畏市场的无序与异常值打击

第一章　投资者漫长试错期之谜……3
第二章　股票投资知识匮乏之谜……11
第三章　股市复杂性与投资者的“职业炸毁”之谜……19
第四章　股市与职业自由之谜……27
第五章　证券市场是混沌、复杂系统之谜……35
第六章　股市不确定性之谜……45
第七章　股市模糊性之谜……55
第八章　股市预测悖论之谜……65

第二篇　思维模式转换——复杂世界与多元化心智模式

第九章　股市复杂性与认知模式转换……77
第十章　多元逻辑思维问题……89
第十一章　概率逻辑思维规则与股市解读……97
第十二章　股市概率环境与概率思维模式……109
第十三章　股票决策与情绪管理……121

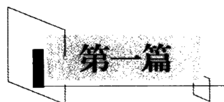
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　证券投资命题证伪困难……131
第十五章　股市——华尔街或拉斯维加斯……143
第十六章　不可替代的启发式决策……153

第三篇　理念重塑——股市高端认知门槛与应对规则

第十七章　基金经理成长之谜……167
第十八章　成功基金经理归因之谜……175
第十九章　投资理念重于投资技巧……185
第二十章　适合自己的策略才是好策略……195
第二十一章　散户如何战胜机构……205
第二十二章　选择赢家游戏，回避输家游戏……213
第二十三章　价值投资解读……223
第二十四章　价值投资批判……235
第二十五章　个人股市揭盲的心路历程……245

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



敬畏市场

——敬畏市场的无序与异常值打击

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

投资者漫长试错期之谜

语录：

市场就是课堂，每天在传授着各种经验教训。投资成功的关键在于观察和学习。

霍华德·马克思，《投资最重要的事》

经验之谈：

依据个人经验判断：股票投资者从初次入市到转换为成熟的投资者，转换期一般不低于 8～10 年。

谜，引发人思考、追索。事起一桩争议。2009 年春节期间，两位多年未曾联系的老友来电，双方就股市是否存在只赢不输的投资方法产生激烈争议。以一次饭局做赌注，双方认可请笔者裁判，认输者买单。

席间，笔者听到正方介绍此种只赢不输方法的基本原理，大致如下：顺趋势操作，如果趋势判断有误，亏损 5%～8%及时止损；如果趋势判断正确，获利 15%～20%即可了结。如此下来，可保只赢不输。

反方凭经验和直觉认为此方法不能保证只赢不输，但说不出不成立的逻辑与缘由。

笔者感知：核心问题并不在正方所述的操作方法与逻辑，而在正方所持有的确定性、必然性的思维模式及对证券市场复杂性的错误认知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正方所说的只赢不输的方法，从理论、逻辑上可以完美成立，不是问题。真正的问题是实际决策过程中难以正确执行，甚至无法执行。一般人或大多数人并不具备这种高端技能。类似股市人常说的：顺趋势操作，以趋势为友便可只赢不输。此话逻辑上也没错，全部的问题在于：此话可以想到、说到，但绝大多数人做不到。几人能保证在事前能持续看对未来趋势？这样的人属于股仙。股仙如果存在，可快速、合法地从股市聚敛天下财富，但并不存在于人间。

看图说话，看着历史股市指数图形讲“高抛低吸”没有意义。历史属确定性世界，属曾经面临多种股价变化可能性中，由于各种机缘作用已实现的那部分可能性。而依据预测对未来进行投资判断的股票决策却无法规避决策结果的不确定性，属决策不得不面对的不确定世界。决策者要理解，面对不确定性决策所导致的最终的结果并非事先已确定，而是事件演变过程中“因果+机缘创造”出来的某个结果。客观上并不能事先确定之事，主观上又怎能先验认知？这种主观认知只是某种有依据的猜想。

趋势投资是投资界的一介流派，但趋势投资者最基本的投资信条之一是：趋势不可预测，只能跟踪。趋势投资者还要正确区分大趋势、小趋势，主要趋势、次级趋势，且还要耐心等待趋势的形成，形成之后才能得以确认。趋势投资者始终讲究吃“鱼的中段”，不参与趋势逆转前期的20%左右的行情。

对趋势投资者而言，高频率出现的问题是拐点，难以正确判定。实践中常常发生的是，止损后股市上扬；上扬追入后，又不得不止损。此方法的要点、难点就在于能否正确预测、判断趋势，能否正确判断趋势的拐点，能否正确地区分这个拐点的性质是反弹，还是反转。此类投资频发的问题是，如果趋势判断错误，会两边遭受损失。

此外，按股市周期性投资时钟，70%～80%的时段经常没有趋势。趋势投资要么转换投资风格，要么耐得住寂寞，静等趋势的形成。

实践中更复杂的问题在于：如果以数日、数周或数月的时间框架为参照系，市场底部区域的某次回升可以被认定为反弹，因为其后又出现回落。你如果能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握这类波动，高抛低吸，也堪称正确；但同样一次波动，如果放在年度或数年度的时间框架来观察，后期股市逐波回升，在中长期参照系中被认定为反转的组成部分，也同样正确。同样一次波动，在不同的参照系（时间或投资理念、方法之中），可被投资者赋予不同的含义，且在各自约束条件下都可被判定为正确或错误。

凡此种种，要做到只赢不输，各个环节都要做对方可，大师级投资者也不具备此等功力。

笔者没有正面回答谁对谁错的问题，只强调要敬畏市场，敬畏市场的复杂性。投资者始终要牢记不确定性是股票投资过程最基本的特点。第一，买股票是买预期，买未来；企业面对的宏观、微观的未来存在多种变数、多种可能性。买未来就存在不确定性。决策学定义的不确定性是指一项决策可导致数种结果，事前并不能确定性地对应某一种结果。第二，投资者要切记，不确定性是一种客观状态，是一种确定性的不确定状态。不确定情境下的股票决策，其不可规避的前提条件就是决策所依据的信息与决策目标不匹配。决策时点信息不足以确认决策目标实现的必然性，仅支持其一定的或然性。其决策结果也不可避免存在不确定性。过程的不确定性决定了结果的不确定性。第三，就决策依据而言，正确的股票决策要依据一系列正确的预测，包括对宏观、中观（行业）、微观局势预测，包括对所投资股票未来盈利变化范围作一定精度的预测。投资者要切记：对未来的种种预测只是一种有依据的猜想，不是事实。专业分析师预测差错率通常不低于 40%，如果加入预测精度衡量，差错率会更高。

正方认真听取了陈述，只简单回复了六个字：“明白了，我买单。”

此事并不新奇。我猜测有 2～3 年以上股龄的股票投资者，多数人都或曾体验、经历过已获股市制胜天书的瞬间感觉，直到被下一场投资挫折惊醒，被打回凡人的原形。

我这两位老友学历不低，名校本科；智力上乘，围棋已具业余段位；股龄不低，10 年以上。二者所争议的问题再次引发我思考一个令人困惑之谜：股民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从入市到成熟，为何要经历如此漫长的试错期？不知各位投资者是否关注过一位股市投资者从初次入市到成为成熟的投资者，其转换期大致需要多少年的问题。时间之漫长会超出一般人的想象。

依据笔者个人经验判断：股票投资者从初次入市到成为成熟的投资者，转换期一般不低于 8～10 年。就专业、职业机构培养一个成熟的投资经理而言，其从业时间最低不少于 5～8 年。不经历一个牛市、熊市的循环，投资者难言成熟。一个牛熊循环周期最短不低于 4～5 年。鉴于业余投资者每日投入股市的时间仅为专业人士的 1/2 或 1/4，可推断业余投资者完成该项转化的时间至少是专业投资者的 2～4 倍。

股市决策不存在简单、统一的模式。但股市决策作为应对不确定性世界的决策，与应对确定性世界相比，需遵循一些重大的、特殊的基本规则。违背这些基本规则会付出昂贵的代价。认知这些基本规则，明确决策行为所应遵守的基本路线图，能大幅降低投资者的试错成本，有效缩短投资者的试错期。

股市投资者依据其实际奉行的投资理念、方法，依据其股票投资从业年限，依据其中长期平均投资收益水平，可被划分多个等级。但从试错者与成熟度的角度，大致可分为三个等级。

第一等级：初级班，高频试错者。该等级包括专业从业年限 1～3 年、业余从业年限 1～5 年的投资者。投资者处于高频试错期、短期股市经验积累期、局部或单项投资方法搜寻期。此类投资者的相对收益状态处于股市总体均值收益分布的低端区。其投资业绩好坏主要不是靠技能，而是靠运气，包括入市时机——牛市还是熊市。多数人是在牛市蜂拥入市，其短期经验将成为未来亏损的直接原因。

第二等级：中级班，中频试错者。该等级投资者的专业从业年限为 4～8 年，或业余从业年限为 6～10 年。投资者相对收益状态处于股市总体收益分布中等偏下区域，已获得单项或局部适合自身的投资规则。

第三等级：低频试错者。该等级投资者专业从业 8 年以上，或业余从业 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年以上，已处成熟临界期。投资者成熟的基本标志为已获得并能坚守与执行一套适合自身特点的投资理念、方法。该方法有稳定高于股市平均水平的中长期收益率与成功度。其短期收益率未必称雄，但从3～5年的中长期投资收益率评价，投资者的经验与技能将成为其业绩的主导因素，随机与运气的成分退之次位。但要注意，这也就是指处于成熟临界区域，并非有此资历者均具备成熟投资能力。鉴于证券投资属世界最复杂等级的问题，能达标并成为成熟投资者的比例最终也就在15%左右。这是个淘汰率极高的行业。

从任一历史截面来观察，股市始终会存在庞大的不成熟的高频试错者。假设初期平均入市年龄为24岁，平均退出年龄为64岁，平均股龄为40年。如果按投资者从高频试错者到成熟投资者的转换平均所需时段不低于10年来估算，在股市任意时间截面上，常态不成熟投资者的比例至少不低于 1/4，即 25%。一方面已入市投资者试错期长，不断重蹈覆辙；另一方面每年都有大量新人加入市场。股市新人会依据残缺的知识、极不可靠的片面的短期投资经验，前赴后继地考验种种股市固有的投资陷阱的承接力。即使一部分老股民终于变成熟了，其生理年龄也决定其要退出市场了。

此外，美国一位基金经理戏言："华尔街是少数最不能靠熟能生巧来解决问题的场所。"它道破了一个事实：有不少人终身都不会从股市毕业，拿到成熟证书。这也算不上什么严重后果，只要个人资产投资比例控制得当，不属疯狂的赌徒，股市可权当个人参加随机游戏、小赌输赢的娱乐场所。

股市存在代际失忆症已是业内不争的事实。股市的牛市、熊市，悲剧与喜剧总在不断地轮回，即使号称成熟、有效的发达国家的股市也是如此。投资大师提示，股市暴跌之后，投资者的记忆呈下列轨迹：短期教训深刻；中期一般；长期毫无意义。一代人的时间计量单位为20～25年。

就中国股市而言，情况更加特殊。上海证券交易所1990年12月成立。中国目前的投资者中，最长的股龄为22年。笔者个人的证券从业心路历程也从切身经验角度确认了投资者要经历漫长的试错期。笔者有幸于1992年进入信托行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，1993 年介入证券行业，至今从业已近 20 年。到目前为止，对证券市场敬畏有加。在证券投资方面只可称相对成熟，不敢妄言只赢不输。中国股市早期风靡一时的投资方法是技术分析，各种版本的乾龙秘诀，及张松岭先生的《股票操作学》。技术分析的特点是通俗、通用、简单、明了，很容易被初学者接受。但通用既无用，技术分析的优点也是缺陷。伴随实战中对技术分析效能的疑问，投资者通常会转向更深层次的基本面分析。基本面分析对投资者的知识背景、知识结构，对投资者的信息获取、信息处理能力，对投资者的多元逻辑推论能力有高等级的要求，能否具备是个浩大工程。机构投资者靠团队协作完成相关工作流程。个人投资者则适可而止，重点在建立适合自身的方法体系，要学会用合理的减法使复杂决策转换为低成本、易于贯彻执行的简单决策。

笔者劝初级入市者牢记一项忠告：试错期头等大事是控制投资风险，尤其是投资过程中所形成的风险不能超出你的风险承受能力。无论是大师还是平常股民，投资失误，人人有之。差别在于能否用投资规则、投资纪律有效控制错误的频率与幅度。在初期阶段，要特别限制投资规模占你个人总资产的比例，在高频试错阶段投资者一定要遵守用闲钱投资的原则。持仓规模、投资过程的风险暴露不能超出你的承受能力；不要动用借贷杠杆放大投资规模，放大投资风险。

如果你因持仓过高、市场波动而睡不好觉，或者投资规模与市场波动已高度波及、影响你的生活水平与质量，你就要降低你的投资规模。你已超出用闲钱投资的原则。

对试错期的长短问题，在阅读投资大师的专著之际也应特别予以关注。职业、专业从事证券投资的各类人士，同样要经历一段漫长的试错期。维克托•斯波朗迪，《专业投机原理》的作者，是美国一位资深专业投资者，其自我认可的从学徒到成熟的转换期花费了 11 年。维克托 • 斯波朗迪先生 1966 年从业，头 5 年的主要工作是股票分析与研究，1971 年介入投资管理，1978 年实施独立的投资管理，1978 年—1988 年，10 年投资运作获得了辉煌战绩。维克托 • 斯波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朗迪先生自视1966年—1977年为其投资操作学徒期。其中1966年—1976年的10年，逐步完成了各类与投资相关的知识吸收及投资方法的系统性格式化。1991年出版了此书。在高度专注与倾心投入的11年职业历练之后，方告成熟。“我总结出一种独特的方法来整合各方面的知识，包括：胜算，市场与交易工具；技术分析，统计概率，经济学，政治学，心理学。大多数市场玩家依赖其中一个、两个或三个领域的知识，我却结合这些领域的知识，试图从各个角度评价风险与回报的关系，以确实掌握自己的胜算。”“将所有领域的相关知识浓缩为直接运用于市场的原则，复杂的体系可以简化为相对单纯而易于操作的基本思想。”[1]

巴菲特，11岁（1941年）第一次购买股票；1949年拜到本杰明·格雷厄姆门下。1951年毕业；1956年26岁时独立开业，成立了自己的合伙人公司。他开业前已有15年的从业资历，7年的专业资历。

约翰·特雷恩作为财经专刊的记者，采访过多位成功的投资大师。他访谈巴菲特之后，总结了一部分股票成功投资者所需具备的条件，其中之一是：“接受10～15年深入的理论和实践的训练——包括为顶级的投资家工作几年——然后再开始自己的投资。”[2]大师况且如此，我辈凡夫俗子能几许超越？

---

[1] 维克托·斯波朗迪，《专业投机原理》。

[2] 约翰·特雷恩，《大师的投资智慧》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

股票投资知识匮乏之谜

语录：

“天下最难的事情莫过于在华尔街持续盈利了。不过我深知，比它还困难的是学会如何盈利的方法。别太相信学院和教科书上教的那些东西，那只不过是一些理论知识罢了。”

杰拉尔德·勒伯，《投资生存战争》

经验之谈：

在股市中，假设自身无知是一种哲学，是一种境界，甚至是一种制胜路径。

对应投资者漫长的试错期之谜，与之并存的是股票投资知识的匮乏及更新缓慢之谜。

最早的股市出现在1611年的荷兰，存在已400余年。关于股票投资的书籍、知识，不可谓不多，从投资理论到经验陈述，从投资规则到各类制胜奇术。如果一根筋通读下去，皓首穷经，也未必能够完成。从当当网上书店观察，投资类书目达1996种。亚马逊中文版证券、投资类书目达1100条左右。其中80%～90%为技术分析类书籍。在美国，如果你在亚马逊网上书店查估值类书籍，书目已达万条。书到用时方恨少。读来读去，你会发现“真经”不多，商业性制作不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现状解读之一：尽管证券市场已存在数百年，尽管有关股票投资的相关书籍与知识众多，但大多数处在若真若伪之间，真知灼见匮乏且散落分布。

现存的相关知识大多仍属局部经验性质，即存在一定的合理性、真实性，也存在片面性、局限性。股票投资不是一门科学，意味着证券投资远未形成一套系统性知识体系，可供投资者去演绎、应用，去解决问题。如果你通过后面章节进一步解读证券市场所具备的种种与时俱进的复杂性，就会自然得出结论：股市根本不存在“圣杯”，也不存在任何能求解终极秩序的万能钥匙。

目前占主流地位、统治地位的资本定价模型及相关的投资组合理论，基本形成于 20 世纪 50～70 年代，存在的历史并不长，但其生命力已面临严峻考验，其统治地位已被现实日益频发的金融危机所动摇。20 世纪 80 年代后，行为金融理论已对传统主流理论形成重大冲击。其理性人假设，市场有效假设，其数理统计推理所依据的线性关系、正态分布模式，不断受到实证检验的质疑。从实践、理论到方法论更新，旧的占统治地位的金融理论已千疮百孔，日趋临界转变。

鉴于股市属于高度复杂系统，其中一些界域受随机性主导，属知识的盲区，属知识止步、失效之地。在股市中，假设自身无知是一种哲学，是一种境界，甚至是一种制胜路径。理论、知识追求定律，追求普适性规律。大师提供的是经验加规则，是路径、方法，不是作为知识的固定答案。股市只讲规则——决策行为规则，不讲规律、铁律。这是因为股市自身属智能市场。唯有变化不变——不断变化为股市自身的生存之道。这就是股市无固定答案、无普适模式的基本原因。

现状解读之二：证券投资知识不仅匮乏，且更新缓慢。

笔者从业期间，阅读了至少 50 本以上国际投资大师的经典作品，有些书读了不下三遍，且每读一遍都有不同的理解。这里经典作品是指从业 20 年以上、投资事业已大获成功的基金经理或投资大师的经验之作。在阅读《投资生存战争》之际，不经意间感受到“经典”力量之神奇——其生命力之神奇。该书曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大受欢迎，据称长期被列为全球十大投资经典之一。书中确有一些陈酒佳酿，历久弥新。“记住，永远不要奢望找到一种一成不变的投资法则——那是不存在的！”千万不要草率投资，“遵照这一原则，投资者在买入任何一只股票前要作认真细致的分析、判断，只有认为获利的可能性远远大于可预见的风险的时候，才可以行动。而且，还需要小心谨慎地对待这些风险。”“要想在投资存亡生死战中获得成功，必须掌握的另一个基本原则是学会着眼于长远的投资效果，而不是只计较眼前的得失。”㊀然而，这本书的部分章节案例有隔世之感。后查阅其出版日期，中文版是 2010 年，但在美国的初版竟是 1957 年，这至少是 50 多年前出版的书！其后每阅读证券投资经典之作，均特别留意其原版初版年份。你会发现众多证券投资经典之作，均为 30 年，甚至 50 年前的作品。其中最著名也是最高龄的著作非《股票作手回忆录》莫属。该书初版时间是 1923 年，距今已近百年。

经典之作不仅在国内，在国外也是不断再版。这一方面说明受众旺盛不衰的需求，另一方面说明投资者遭遇的各类投资陷阱及众多疑难问题仍具有高频的重复性。一系列或被大师们早已解决的问题，或大师亦为之困惑的问题，对众多的投资者而言仍是不断面对的问题。此情此景，与格雷厄姆在《聪明的投资者》中对 50 年前证券投资著作的回味，形成鲜明的对照：格雷厄姆对 50 年前的主流规范著作的感受是“看起来很奇异”。在 1963 年，如果追溯 1914 年的投资准则，格雷厄姆的评价是：很多已过时。

纵观书店其他学科内容的变化，例如管理学，其深度、精度不可同日而语。众多学科呈现知识的爆炸性飞跃。然而，面对近几十年的证券投资理论并非日益收敛，而是日益“春秋战国化”，笔者愚拙，不断涌现几许困惑：证券业乃世界精英聚集之地，但近几十年相关知识更新缘何如此缓慢，建树不多？

笔者追索所得的终极原因，归于证券市场属顶级复杂系统——该系统所具

㊀ 杰拉尔德·勒伯，《投资生存战争》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备的复杂性持续挑战人类智慧的终极局限。如果不了解复杂系统的基本特征，很难理解股市的复杂性。复杂系统理论告诉我们：复杂系统是个多面多棱体，是个多元动力系统，无论你能挖掘和适应哪个层面，都可获得收益。复杂系统存在不同类型的隐秩序。各投资流派，如技术派、基本面派，趋势派、价值派等，通过各自所关注隐秩序类型的解读与应对，策略不同，却均可成功。一些曾经在市场上风光一时的获利方法，一旦普及，随即失效，这在于复杂系统自身具有智能性——自组织性。

现状解读之三：投资者经过若干年的投资历练及专业知识积累之后，投资能力提升的知识瓶颈或在投资学之外。

成熟的投资者不仅需要持续性的体验式学习，还需要思维模式版本的不断升级——转化为多学科、多元化的推理、思维模式。

投资者成熟过程中会呈现个人投资能力短板漂移问题。一桶水的最大容量由最短板的高度决定。对于投资者而言，各个阶段制约投资者投资能力提升的瓶颈不同。第一阶段的主要瓶颈是缺乏股市经验，杰拉尔德·勒伯告诫股市新手："要想提高水平，没有什么捷径，除非你不断实践。而大多数投资者恰恰缺乏的就是实践。""总之，投资者要想真正成长起来，除了亲身实践之外，别无他法。"[1]在第二个阶段，单项、局部的投资技巧转换为系统化的投资方法，思维模式从因果型转变为概率型。第三阶段是投资方法、思维模式的多元化——构造复合型心智模式。

复杂系统解读涉及多学科知识的综合应用，非单元思维模式所能胜任。

经济理论、金融理论，相对证券投资实践而言，仅具有通论的性质。这些理论注重一般性、普适性，仅提供一般通用的原则或原理。对证券决策所面对的焦点问题，即股价不确定性的应对问题，不能提供具体的解决方法。股市实践警示投资者：这些经济、金融的一般性理论、知识，其所得出的规律、定律，

[1] 杰拉尔德·勒伯，《投资生存战争》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只适用于解读确定性世界，而不能解读不确定性主导的世界。恰如杰拉尔德•勒伯在《投资生存战争》中所言："天下最难的事情莫过于在华尔街持续盈利了。不过我深知，比它还困难的是学会如何盈利的方法。别太相信学院和教科书上教的那些东西，那只不过是一些理论知识罢了。"

"有人曾经问过我，在华尔街这 40 年中学到的最重要的是什么？我告诉他说，最重要的是认识到包括我自己在内的每个人都是那么的无知。"

股市是国民经济晴雨表。这曾是一个常识。但这个常识却一再被证伪。晴雨表这个说法最早来自道琼斯指数的创造者查尔斯•道。其中的道琼斯工业指数首次在 1896 年 5 月 26 日公布，它象征着美国工业中最重要的 12 种股票的平均数。查尔斯•道认为股市是社会商业活动的晴雨表，道琼斯指数是股市的晴雨表。1922 年一名财经记者，威廉•彼得•汉密尔顿继承、整理了道氏理论，总结了道氏理论的基本原则，出版了《股市晴雨表》一书，使晴雨表概念广泛传播。

自 20 世纪 80 年代以来，人们发现这个晴雨表误差太大，股市指数经常与国民经济变化不一致。一个新的结论在不断被证实：股价常态存在过度波动。美国耶鲁大学教授罗伯特•希勒对此作了研究，并于 1987 年出版了专著《波动论》。希勒认为，代表未来值的股票价值无法预测，但已发生的历史数据与基本面价值数据均属已知，且真实。拿事后数据来核定资产价值定价与具有"理性预期作用"的实际股价相比，二者是否一致，可检验市场是否有效。如果市场有效，二者应趋于一致；如果市场无效，二者将存在显著差别。"这里将资产的事后价值定义为考虑该资产将产生的未来实际回报和该投资者收到的未来实际红利后在该资产上投资的价值。"[1]这种长期移动平均值是描述基本价值的极其自然的变量。"我们的结果指出实际盈利的长期移动平均值有助于预测未来实际股利。这种盈利变量与当前股票价格的比率是股票收益的强有力的预测指标，

[1] 罗伯特•希勒，《波动论》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其是当收益按几年时间衡量时。我们已经证明了这些事实使股票价格波动太反复无常以致不符合简单现值模型”。[1]希勒得出的结论为：第一，实证数据证实，股价相对于理性价格或价值存在过度波动；第二，过度波动的幅度巨大；第三，过度波动的持续期能达数年之久；第四，过度波动不能用基本面原因解释，只能用行为心理学方面的原因解释。

目前，股价存在过度波动已成为业内共识。过度波动是股价相对于基本面的过度波动，即股价波动的幅度已超出了经济逻辑、金融逻辑所能解释的范围。希勒认为：大众心理因素很可能是总体股票市场价格波动的决定性原因。

希勒的结论与一线基金经理的认知相一致。彼得·林奇认为：股市同时是投资者投资情绪的晴雨表，“人类内在的本性让投资者的情绪成了股市的晴雨表。这些一点儿也不谨慎小心的投资者不断地在三种情绪之间变化，担心害怕、扬扬自得、灰心丧气。”[2]

如果我们接受股市是个多元系统，就会接受股市在某种意义上是国民经济的晴雨表，在某种意义上是投资者情绪的晴雨表，从双元或多元角度解读股市，这“表”的误差才能缩小。

简而言之，股市投资现实面对的问题是高度综合复杂的，远非理论假设情境那般单纯。

解读股市的复杂性需要多元逻辑、多元学科，不仅包括经济学、金融学，还包括科学哲学、决策学、复杂系统理论、概率逻辑学、认知心理学等学科知识。单元思维是高风险模式。

人们经常不解心理学与股市有何关系。这种关系日益受到投资者的重视。人们日益认识到：股市不规则运动的根源是人的行为，而人的行为受思维模式、认知能力、心理定式的支配。与股市决策密切相关的心理学分支是行为心理学及认知心理学。二者与股票投资的关联路径大致如下：第一，有助于投资者建

---

[1] 罗伯特·希勒，《波动论》。

[2] 彼得·林奇、约翰·罗瑟查尔德，《彼得·林奇的成功投资》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立特定的思维与推理模式，提升投资者对复杂系统的认知与适应能力；第二，有助于投资者形成健康的心理定式，落实决策过程中的情绪管理；第三，不确定情境的决策环境，既是投资者自由意志恣意驰骋、自由选择的空间，也是各种情绪肆意挥发、宽幅涨落的境地。

20 世纪 70 年代，丹尼尔·卡尼曼等发表了《不确定情境下的判断》，从行为心理学角度提出判断偏差问题。它具有普遍性，引起业内广泛重视。

下面介绍一下认知心理学。

首先，认知心理学是关于人的认知过程与行动如何与外界环境相契合的学问。基于股市决策属于高度复杂系统，在该复杂系统当中，对投资者而言存在众多认知盲区。盲区造成认知偏差、决策偏差、定价偏差。偏差成为股市超额收益的来源。掌握一定的认知心理学知识，能减少盲区数量，构造与其他投资者相区别的相对竞争优势。

认知心理学可界定为：对知之历程的科学研究。认知过程是指在获取知识过程中进行的各种心理活动，主要包括知觉、记忆、言语、思维等。

认知心理学对知觉的研究集中于模式识别。模式是指若干元素或成分按一定关系组成的某种结构。模式识别是人的一种基本的认知能力或智能，是典型的知觉过程，它依赖于固有的知识、经验。对股票投资者而言，决策情境识别是正确决策的必要技能。

认知心理学认为，模式识别过程是感觉信息与长时记忆中的有关信息的比较，再决定它与那个记忆模式相匹配的过程。该过程具体环节如下：第一，模式识别从特征分析开始，而特征值如何则取决于个人知识、经验的积累；第二，模式的解读是与记忆中的模式匹配；第三，如果模式有多种样本，需要类别细分，归入某一范畴，范畴以原型的特征来概括、表征；第四，一旦当下信息情境与记忆模式特征值匹配，即可识别。

表征为认知心理学的核心概念之一，是指信息或知识在心理活动中的表现和记载的方式。表征是外部事物在心理活动中的内部再现，因此它一方面反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客观事物，代表客观事物；另一方面又是心理活动进一步加工的对象。从认知心理学看来，客观世界在人脑表征为一系列概念，例如符号系统、指标系统，这些符号是对复杂系统中某些行为模式的虚拟与构建。这种构建既有客观性又有主观性。

对股票投资者而言，投资者要切记：你头脑中以各种概念、符号表征的股票世界，你所认知、映射的股票世界，未必是与现实、真实相一致的世界。不一致之处就是认知偏差。外界各种相关信息在投资者头脑中的映射、编码、解读，基本存在三种可能：第一，接近"真值"，内外一致；第二，接近真实，但真实本身就不清晰、不确定、时变且相互冲突（不确定性世界）；第三，外界映射，即投资者对股票的认知，属"伪值"，是错误信息，与真值存在大幅偏差。

如果投资者依据后两类信息决策，出错则不可避免。认知心理学告知投资者：复杂系统，与不确定、模糊、相互冲突的信息环境伴生，对投资者而言存在认知盲区，这是股市注定不可预测的客观因素之一，也是投资者悟性有时比智力更重要的原因。

其次，心理学知识可提升投资者个人的情绪管理能力。投资者情绪是造成股价波动的一大常规因素，是造成投资者重复作出非理性决策的原因之一，也是股价与实体经济，或基本面分析之间存在非线性关系的重要原因之一。

情绪属内生变量，它来自人的天性与后天形成的心态——心理定式。情绪属于偏离常规理性标准的心理波动。对情绪的形成，外界环境的变化只是诱因，内在根源在于认知主体自身性格与心智模式的既定状态。股市波动造成投资者账面资产、财富波动，进而激发投资者情绪正向或负向波动。正向表现为欢愉、兴奋，负向表现为挫败、沮丧。面对股市波动，如何理性、淡定地处理，需要掌握一些鲁迅先生所批判的阿Q精神——情绪转移与心态的自我调节。这便是情绪管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

股市复杂性与投资者的“职业炸毁”之谜

语录：

“炸毁”有个明确的意义，指的不只是赔钱，而且是损失金额超过预期，以致在这一行再也待不下去，就如医生失去行医执照或律师被取消资格。”

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅的世界：我们如何被随机性愚弄》

经验之谈：

做股票，一定要理解非因果关系的存在和作用。要理解没有道理也是一种道理。讲道理的人，总难免遭遇随机性不讲道理的沉重打击。短期成功经验可能是长期的沉痛教训。

成熟投资者的一项基本品质，就是敬畏股票市场的复杂性。敬畏市场的复杂性就是敬畏市场的无序性、随机性、异常值或极值打击。

敬畏股票市场是投资大师共有的品质之一，也是投资者能否成熟的一道关卡、是否成熟的一项标志。

投资者是否成熟的第一道坎就是对证券市场复杂性认知的深度。测试该认知深度是否达标的基本标准，是考察投资者在投资决策过程中，是否始终如一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵循一项基本原则：敬畏市场，敬畏市场的复杂性，敬畏证券市场的不确定性、模糊性、自组织性、非线性、多元综合性。懂得敬畏市场，方解“规则”价值。投资者投资行为要遵守“天字第一号规则”——牢牢把防止职业清盘、防止“职业炸毁”、防止风险暴露超出自己承受能力放在行为准则首位。

股市耳熟能详的一句话是“股市有风险，入市须谨慎”。怎样解读股市风险，到目前为止，主流金融理论远没有提供令人满意的答案。一般投资者通常也没有明确的系统性的应对规则。2008 年美国次债危机更从实证角度揭示了传统风险理论的失真度及可怕的后果。谁能事前预测有 150 年生存历史的雷曼兄弟公司会顷刻崩塌？股市因高度复杂而无法预测，股市因无法预测而充满风险。

关于不确定性的应对，股市已累积探索了数百年。它涉及人类智慧的极限与局限，没有固定的、完美的解决方案，也不可能百分之百地正确。

要正确应对股市风险必须充分理解证券市场的复杂性，并建立相应的基本行为规则。漠视股票市场的复杂性，违反应对不确定性的基本行为规则，后果不堪设想。

“职业炸毁”一词出自塔勒布 2004 年出版的《随机愚弄》一书。它是指投资过程中持仓风险暴露超出自身承受能力，导致风险发生之际资产损失的后果严重，直接毁灭个人职业生涯。“炸毁”有个明确的意义，指的不只是赔钱，而且是损失金额超过预期，以致在这一行再也待不下去，就如医生失去行医执照或律师被取消资格。[1]

塔勒布也将此等行为比喻为玩俄罗斯轮盘赌的赌命游戏。以生命为筹码的赌局，即使面对千万元的财富，也属风险敞口过度。

人们常引用其经典语句，并津津乐道《股票作手回忆录》的主人，杰西•利佛摩尔曾有的辉煌战绩：白手起家，14 岁赚到第一笔 1000 美元的个人资产；21 岁赚到 10000 美元，顶峰之际资产已达百万美元。但其一生当中遭遇多次的

---

[1] 纳西姆•尼古拉斯•塔勒布，《随机愚弄》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职业炸毁，笔者愚拙，读两遍也没算清他经历了多少次“爆仓”。其最终遗言为，“我的一生是场失败”，然后举枪自尽。

卡门·德洛雷菲切，2011 年 6 月 3 日度过 80 岁生日。命运惠顾这位 15 岁就出道的模特，80 岁高龄之际尚能作为世界级模特，在 T 台漫步，靠自己的能力养活自己。其间也含无奈。卡门·德洛雷菲切 65 年的模特职业生涯，两次失去毕生积蓄。一次是个人资产全盘输于 2000 年的网络泡沫股票投资；另一次受累于 2008 年麦道夫旁氏骗局，作为麦道夫的妻子，同样成为麦道夫旁氏骗局的牺牲者。

麦道夫旁氏骗局导致美国上百名千万、亿万富翁破产。有人描述了消息传来之际当事人的境况。彼时某人还身为千万级富人在高级度假村度假，转瞬之间已不能支付餐费，失去全部个人资产，失去房子、储蓄。有人自以为聪明地利用借贷杠杆，用 1000 万美元的房子做抵押，贷 1000 万美元，每年付 4%的利率给银行。所贷资金放在麦道夫处理财，获 10%或 12%的稳定收益，即每年 60 万～80 万美元的收益。这些谨慎的投资人曾庆幸投资麦道夫，避开了 2000 年的网络泡沫危机，不期早已陷入了一个持续多年之久的旁氏骗局。

笔者从业期间，在客户或朋友的范围内，直接目睹了数起“职业炸毁”事件，它改变了一些人后半生的命运，其后果用惨痛描述，尚不足以释怀。笔者一个朋友在 20 世纪 80 年代初，大学毕业后就下海从事实业。在当时属敢“第一个吃螃蟹者”，这确实需要勇气和胆识。这位朋友办事自信、果断，在朋友圈子内也属公认的聪明、能干之辈。20 世纪 90 年代中期，其个人资产已数百万元，在笔者朋友圈中，当属排在前列的事业成功人士。当时笔者在证券营业部工作。一日夜间，这位朋友来电，告知他在从事与笔者同类的职业，只不过是白天睡觉，晚上上班，工作内容十分刺激且富有乐趣。笔者了解到他在炒外盘的汇率。一年后，从其他朋友处得知这位老兄“出事了”。再见面时，这位老兄的一头黑发已成白发。1995 年 4 月，日元兑美元的汇率升至 80 比 1 之际，其自有资金、朋友加盟的资金及部分外借资金，总计数百万元全部爆仓清盘。日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后交谈之际，这位朋友仍对日元兑美元的汇率如何能从124日元升值到80日元感到不可思议、难以置信。但它确实发生了。他坚信日元汇率能重回百元之上，邀笔者择机共报这一箭之仇。此后，笔者也特别关注日元汇率走势，但仅限关注而已。自己不熟悉的投资均是禁区，这是一项风控的原则。实际上，1995年4月之后数月，日元又重回百元区位，1998年4月，日元兑美元再创147日元新高。问题在于，如果你没有足够的后备资金，市场异常波动会导致被动清仓，你的持仓不能存活到理性价格兑现之际。

这是个人过度自信的悲剧，也是用“决定论思维模式”、“因果律思维模式”应对不确定性决策情境的悲剧。成熟的投资者要理解：做股票，一定要理解非因果关系的存在和作用。要理解没有道理也是一种道理。讲道理的人，总难免遭遇随机性不讲道理的沉重打击。短期成功经验可能是长期的沉痛教训。证券市场的复杂性就是投资品价格轨迹的不规则性，非理性、异常值均是市场的组成部分。非理性、随机性的时点价格也是市场常态之一。理性价格=基本价值=公允价值，但它只是“年度”，甚至数年度、长期有效指标，绝非任一时点都有效的指标。

投机性炒股票有时被称为“击鼓传花”游戏，这是含几分竞技、几分拼运气的游戏。如果动用全部家产，再加借贷杠杆，去玩“期汇”这种本身就是高杠杆的游戏，赌其具有“理性价格”，投资人务必要心知肚明：这已不是“击鼓传花”游戏，而是“击鼓传手榴弹”游戏。你已不是在做高风险、高收益的投资，也不是在做高风险的赌博，你实际是在玩风险级别最高的俄罗斯轮盘赌的“赌命”游戏。真正的悲剧在于当局者迷。投资者依据不成熟的短期经验指导投资行为，还认为自己在操作世界上最高效的印钞机。

笔者曾结识的另一位股票大客户2004年已在人间蒸发，不知去向。不妨称之为曹先生。这位仁兄为人谦和，办事中规中矩，结局纯属意外。曹先生职业尚佳，曾任某城市信用社主任，不知何故，2000年初转换岗位，到某知名大学金融研究所任所级副职。我们相识是基于曹先生管理单位及一些合作或关联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的投资理财业务，规模在5000万～1亿元。曹先生也曾风光一时，在大宾馆包着套房办公，主掌数家公司财务及资金调度、决策。出行有专职司机、秘书。常言道，“风云莫测”、“英雄气短”。曹先生在股市大展身手之际恰逢数年绵绵熊市，“断指”、“断手”、“断臂”的投资者比比皆是。曹先生所操作的账户也亏损严重。笔者因工作调动，后来未曾与曹先生联系。2004年极诧异地听原单位同事说，曹先生遭通缉，罪名是携数百万元公款潜逃。笔者深信曹先生出此下策也与处于“职业炸毁”境地有关。

从“职业炸毁”这个意义上讲，基金经理也是个高职业“死亡率”的行当。金融市场每次出现小概率大后果的黑天鹅事件，就蕴涵着随机性对一批投资界精英人士的职业重创与清除。

别窃笑受托理财投资管理人的职业风险，对一般投资人而言，也存在众多致命的投资陷阱。麦克·理柏先生集40年股票投资顾问经验，提示投资者重视控制证券投资过程中的风险暴露，避免陷入个人余生的财务危机。《理柏论财智》精辟地总结了可能改变投资者命运的四类重大投资失误：“纵观我一生结识的大部分投资者，我发现有四个根本原因导致人们承受的投资风险过大，以至于改变了他们的人生——过度自信、性格改变或投资风格漂移、过量杠杆化交易、遭遇突发事件或黑天鹅事件。”

第一，过度自信。行为金融对过度自信的解读：一种心理定式，过度自信意味着投资者会高估他们所持有的信息、知识和能力；存在价格控制幻觉，认定股价会按其预期价位变化。从概率评估角度观察，过度自信属对预期事件发生概率的高估或对非预期事件的低估。笔者则认为，过度自信根源于投资者思维范式误用，源于投资者以线性、必然性、因果律的思维范式处置或然性主导的事件，认定某事在某时域必然发生，排除不确定性，从而遭受“随机愚弄”。

按理柏大师所述，过度自信原因之一是某些财力雄厚的投资者自信有财务安全堡垒，有“财务的马奇诺防线”，自信不会碰到重大或致命投资失误。

在证券市场，投资者因过度自信而遭遇重创的案例频繁发生。过度自信在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资决策行为上的表现为：第一，排斥投资组合原则，高度集中持仓；第二，过度杠杆交易；第三，过度频繁交易，认为自己总能正确预测股价走势。

第二，性格改变或投资风格漂移。这可解读为：种种原因导致投资者心态失衡、恶化，随之发生投资风格漂移，从而违背一些重大的投资原则。例如，动用自己的全部家当去做自己不熟悉、不擅长之事。这或属赌命，或属无知而无畏。开车的人都有下列经验：开车过程实际是个动态决策过程，不过因为日积月累的重复决策，熟练之后，人车一体，成为不需思考的程序决策、自动驾驶。但在人的情绪剧烈波动、心绪不佳，或过度疲劳之际，不宜开车。此情景之下出现恶性事故的概率极高。况且投资属复杂决策，心态失衡之际不宜作任何重大投资决策。

第三，过量杠杆化交易。投资者启用财务杠杆、金融杠杆、经营杠杆须十分谨慎。一旦启用须严控比例。杠杆交易一旦超出你的承受能力，会造成“资本永久性灭失”，有别于可容忍的价格波动，人工造成“极值打击”。美国 2008 年的次债危机，源头在于“次债”泛滥，商业信用过度扩张。过度杠杆化也难辞其咎。许多金融机构杠杆倍数高达 30，且金融衍生品中的不少“风险对冲”、“风险转移”仅对个体有安慰作用，对整个市场而言，实际杠杆率早以大幅超出人们的认知，已没有人能算清真实的高杠杆倍数。

第四，遭遇突发事件或黑天鹅事件。黑天鹅事件有三个基本特征：事先不可预测；事后后果严重；事后都可找到理由。理柏先生提示：“从我个人投资经验来看，美国股市每隔 10 年就会遭遇一次为期 12 个月左右、幅度为 25%左右的大幅下降。而每隔 25 年，即约一代人的时间，美国股市会遭遇一次下降幅度为 50%的严重衰退。”按华尔街投资人士的解读：25 年，一代人更替的时段，正是一代人忘却过去沉痛股灾教训的时间窗。据彼得 • 林奇引用的美国股市数据，1920 年—1990 年，70 年间，曾经发生过 40 次超过 10%的大跌。在这 40 次中，有 13 次令人恐怖的暴跌，跌幅超过 33%。这样暴跌的频率为 5.4 年 1 次。在 1929 年—1933 年的股市大崩盘中，股市跌了 89%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，从全球统计数据观察，股灾频率有加速的趋势。2000年—2010年，美国已出现两次跌幅超过50%的股市崩盘。一次是2000年爆发的网络泡沫危机；另一次是2008年的次债引发的金融危机。在网络泡沫破灭之际，许多“概念性”、“故事性”、无业绩、无现金流支撑的网络股灰飞烟灭，暴跌幅度达95%，其中纳斯达克近一半的网络股退出市场，永无翻身之日。据统计，1995年—2002年八年间，从纳斯达克市场退市的公司多达5143家，平均每年退市600多家。根据这5143家退市公司的不同情况分析，退市原因大体可区分为三类：一是因并购或私有化原因自动、自主退市；二是因达不到持续挂牌的财务标准或市场化标准而被迫、被动退市；三是因法人过失或违法行为导致退市。其中，大致有一半是自动、自主退市，而另一半则是被迫、被动退市（含违法犯罪）。被迫、被动退市的前三位最主要原因分别是：股价退市、净资产或净利润退市、破产退市。

1985年年初纳斯达克市场拥有4097家上市公司，到2008年年底上市公司为2952家，1985年—2008年共计11820家公司上市，12965家公司退市，退市数量超过了上市数量。

试想如果某位投资者重仓持有网络股，且又遭遇暴跌加退市的结局，恐怕其余生都难以修复个人的资产负债表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

股市与职业自由之谜

语录：

“这个世界充满机会，前提是你要学会简化问题以及专注于必需的具体知识。这些知识让你自信，只要遵循一些规则，知识能让你赚大钱。”

佛雷德里克·科布里克，《大钱》

经验之谈：

投资决策要抓大放小，尤其是在大的投资气候抉择方面。要力争在大的投资气候中抓住大的机会，这或许是数年一个轮回的机会，是个人一生中能自主改变命运的机会。耐心、等待、珍惜。

股市神秘，如云如雾变化莫测，永远没有固定答案。彼得·林奇说：“选股根本无法简化为一种简单的公式或者诀窍，根本不存在只要依葫芦画瓢、一用就灵的选股公式或诀窍”。[㊀]一些江湖术士，到处兜售“股市制胜法宝”，其囊中乏鱼何能授人以渔？股市投资不是科学而是艺术——完全基于股市投资决策所面对情境的高度复杂性。股市因复杂性、随机性而具魅力。股市考验投资者应对复杂性、随机性的能力，它是世界顶级的金钱游戏。不确定性决策始终是人类进化过程中面对的巨大挑战，然而它同样构筑了股市的无穷魅力——不断

㊀ 彼得·林奇，《战胜华尔街》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体验良机错失，又不断面对机遇浮现；既提供犯错机会，又提供改错机会。

对投资者而言，股市并非由一个教派统领，而是诸神百佛并立——各类投资者、各种方法，各有生存空间。

股市具备多种功能，参与者可以各取所需。对社会与上市公司而言，股市具备价格发现功能、融资功能、资源配置功能、投资风险转移功能；对投资者而言，股市存在投资、理财功能；对投机者而言，股市具备机会博弈、赌博、娱乐功能。马斯洛的人的五大层次需求理论同样可在证券投资者不同类型上得到佐证。一些人拿股市当娱乐休闲场所，寻求精神寄托、精神刺激与满足，用闲钱试探随机性的魅力；一些人拿股市当赌场。有小打小闹赌菜钱的，有大动干戈赌锦衣玉食的，有压上身家性命赌改变未来命运的；也有像巴菲特这样的现代侠盗罗宾汉，在股市内凭睿智聚财，在股市外凭良知散财，既实现了自我，又兼济天下，何其快哉！

股市多功能解读之一　股市与娱乐性投资。

股市的复杂性也体现为股市的多功能性。股票决策可主要依据基本面决策，也可主要依据非基本面因素决策。一般把前者叫投资，后者叫投机。依据行动的目的、手段、所追求刺激的强度，投机又可具体细分为：娱乐性投机、赌博性投机和专业性投机。

股民同胞切记：并非参与股市、买卖股票就叫做投资。买卖股票也可能成为“消费性的娱乐活动”，这取决于你的决策模式。第一，一部分人参与股市的目的是竞技、博弈、游戏、消遣，是满足某种精神需求——重在体验情绪跌宕、起伏之过程而非谋取功利之结果。第二，另一部分人，属处于从不成熟到成熟投资者的过渡阶段，即个人“学徒”、试错阶段；其主体自认为在做“投资”，实质也属被“娱乐”、被“消遣”的对象。

投资目标具有多重性，对众多股市参与者，股市不仅是投资或投机场所，同时也是寻求刺激、寻求满足某种精神需求的游戏、娱乐、休闲场所。不要以为股市投资者都是巴菲特式的投资者。在美国机构型投资者中，巴菲特式的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资者也仅占机构投资者数量的5%左右。股市要生存、有效，就必须具备多样化的投资者结构。股市可以承载5%的巴菲特式投资者，但并不能承载80%的机构都成为巴菲特式投资者，届时，市场将会因交易过于清淡而失去流动性，而流动性不足将使市场面临哈姆雷特式的悲壮命题："生存或毁灭"。股市的多功能性，可实现"各取所需"，可吸引多样化、异质性的投资者参与，这不仅是股市固有的特征，也是股市生存的必要条件。

娱乐性投资有与股市同龄的历史，是股市投资中常见的一种风格或类型。在正宗投资理论中，这个论域是盲区，不登大雅之堂。实战家则有另类感悟。具备50年投资资历的斯蒂芬·加里斯洛夫斯基大师，在其2005年所著的《投资丛林》一书中，生动描述了股市这种娱乐功能："股票市场对于许多人来说是情感宣泄的地方，他们在股市中痛并快乐着。许多人无法拒绝股市的这种魅力，而许多人甚至不想拒绝。对于许多年长的人来说，紧盯股市就是一天的整个工作，用以弥补他们已流逝的沸腾岁月。"另一位投资大师斯蒂芬·韦恩斯认为不正视股市此功能是一种失职。斯蒂芬·韦恩斯在其所著《绝境与生机——市场动荡、风险与机遇》一书中，特别强调不能忽视股市这一特点。"我发现我读过的有关股市的著述很多是由那些看上去并不参与股票投资的人，或是那些只是为了客户而运作巨额资金，因而对股市参与变得客观冷静的人所写的。这是一个遗憾，因为对大多数股市投资者来说，股市存在着一种真正的刺激感，有关股市的任何著述均应反映这一点。""假如我在本书中未能传达这种刺激，那么我事先道歉。这是因为谁也不该忘记股市是孵化梦想的地方，是充分彰显感情的摇篮，也是不断获得极端愉快与极端沮丧的场所。"

股市存在娱乐性投资，在于对一部分参与者而言，它是情感寄托、宣泄的场所。中国2010年股市开户数已近1.5亿户，据交易所统计，其中交易活跃账户约6.5千万户。这恐怕已成为扑克、麻将之外的第三大国民娱乐活动。有众多的股民每日全神贯注地投入股市。每日的心情、喜怒哀乐，甚至嬉笑怒骂都随股价的波动而波动。托尔斯泰讲，爱情和信仰是人生的两大支柱。商品化日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚一日之际，或许爱情和信仰都已淡漠，而股市作为一种具有明确奖罚规则且能随时兑现现金奖罚的刺激游戏，对不少公众而言具有巨大的魅力。

娱乐性投资属参与随机游戏，具有下列特点。第一，参与股市的目的有多重性，但主要目的是参与一种益智或刺激游戏，主要满足心理需求而不单纯是为盈利。第二，投资主要依据经验与直觉投资，投资逻辑飘忽不定；决策模式不成体系，支离破碎。第三，投资的类型多为频繁的短线交易。第四，投资的结果，已属一种常态分布——通常是七亏二平一赢的结局。也难怪，娱乐性消遣总要付费，总要有人买单。第五，投资决策过程主要受情绪化支配。第六，投资者属业余投资者，有其他主要收入来源，股市投入金额占个人可支配收入或个人总资产的比例低，一般在10%之内。即使有较大亏损，至多是影响个人数日的心情，不会伤筋动骨。有所收益，喝盅小酒；有所损失，聊发脾气，也不会对个人、家庭的生活水准产生重大影响。

要区分娱乐性投资的意义。正视娱乐性投资的存在能更有效地解读市场，解读股价不规则运动。第一，理解投资者的异质性，有助于理解市场行为，尤其是非理性行为。价值投资者亚克曼认为："我认为 70%的投资者是趋势投资者，他们购买那些看起来很好的股票。"[1]股价的短期波动多是由边际投资者决定的。娱乐性投资者常依据噪声进行投资，同时在制造噪声，制造短期波动。第二，理解股价不规则运动是基于市场存在多元逻辑的共同作用与交错主导。对照传统经济学的理性人假设，非理性行为要依据其他行为逻辑解读，此"非理性"行为是市场常态的一个组成部分。娱乐性投资是休闲式消费，而不是一种以增值为核心目标的投资。不要以为买股票就是在做投资，买股票也可能成为"消费性的娱乐活动"，这取决于你的决策模式。某些人实际做的是娱乐性投资，却满心认为自己是职业投资高手。此类人的短期收益或许风光一时，但长线已注定仅属曾经拥有，结局大多数得不偿失。第三，正视、重视娱乐性投资

[1]《鹏华杰出投资者文摘》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需遵循禁止规则——此类投资者要严控娱乐性投资资金所占个人资产的比例，不要把娱乐变成“俄罗斯左轮枪”式的赌命游戏。

股市多功能解读之二：专业投资者的财务自由、职业自由之战。

股市投资与命运转换相关。近代，世界首富近乎皆与股市有关。对每个投资者而言，可以说每个人的投资生涯，均有数度遭遇堪称能转变个人命运的投资机会，关键看你能否把握。

股价波动也是财富转移的游戏。对于财富可以有不同的解读。初级财富，对应基本生存；适度财富，对应职业自由。如果个人财富处于初级阶段，仅够维持基本生存需要，等于丧失职业自由选择权——你要为谋生而去“上班”。这是多数人无法规避的悲剧。

《通向财富自由之路》提供了看待金钱、看待投资意义的新视角。它强调投资者要为改变个人命运而投资，要为获取财务自由而战，为获取职业自由、改变命运而战。何为财务自由？财务自由意味着你所运作的资金所获得的收益超过你目前月度、年度的正常消费支出；何为职业自由？职业自由意味着你所运作资金的常态收入不低于你前期所从事职业的常态收入，或意味着你的资产已能支持你不必为谋生去从事自己不喜欢的职业。

即使是最不成功的投资者，也曾偶尔发现过市场上存在着获取巨大利润的可能性。尽管这机会很难把握，但确实存在着这样的机会。投资者都曾遭遇过资产增值十倍或数十倍的机遇，或许各种机缘未能把握。市场的真正魅力之一，是这种损益机会的存在。这种机会远比彩票提供的机会真实。

股市多功能解读之三：股市投资与智慧极限的挑战——自我实现的高端挑战。

股市属复杂系统。面对复杂系统，没有成熟的知识体系应对，我们能感受人类在复杂性面前的智慧的苍白。复杂系统之中，有序与无序并存，因果与随机并存。复杂系统最核心的特征是自组织。自组织性是系统复杂性的成因之一。自组织性是指系统内要素能自发形成有序结构。复杂系统的构成要素能根据环境和所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接受的信息调整自身的状态、行为。其主体有能力根据各种信息调整行为规则，产生以前没有的新规则。证券系统具有上述特征，具有自适应性、自组织性。

股市属智能系统，股市一大共识特征是：千古无同局，只有变化才是不变的。各投资大师提供的投资规则只是投资者可借助的一种投资方法、一种分析路径，而不是应对确定问题的固定答案。任何固定答案一旦通用即告失效。有效的投资方法也要与时俱进，要在实际验证下不断修订。在某种意义上说，市场是由投资者总体构成的。战胜市场就是战胜市场投资者的均值水平。投资者水平会有变化，市场状态也会随之变化。投资者投资技能优势的意义不在绝对水平而在相对水平。

塔勒布在书中，借虚拟交易员塔利波之口，道出对交易员职业的感悟：“在这个时代，在合法的行业里，只有当交易员才不那么无聊乏味。此外，虽然他不曾出海当过海盗，却深信就连海盗那一行也比交易员单调无趣。”

关于股市，流传着众多的成败故事，有人走出股市之际，倾家荡产；有人却能借助股市成为世界首富。这些故事在现实中每日每时仍在演绎。不确定性与挑战不断提供成功的机会、犯错的机会，也不断提供改错的机会。机会有不同类型小机会，重大机会，改变职业的机会，改变命运的机会。投资机会决策要抓大放小，尤其是在大的投资气候抉择方面。要力争在大的投资气候中抓住大的机会，这或许是数年一个轮回的机会，是个人一生中能自主改变命运的机会。耐心、等待、珍惜。

下面讲解一下择时问题。要耐心等待，寻求战略之战。耐心等待市场犯错误，否则就是你在犯错误。切记你不及市场聪明，但市场必犯错误。可等待市场犯错的时机，重拳出击。通常我们听到的讲法是，价值投资者遵循自下而上的选股方法，不做择时。实际并非如此。笔者认为，价值投资不仅择时，且其择时的条件十分严格。如果从股市周期角度观察，价值投资者的冬眠期占周期时段的 80%～85%；投资活跃期仅占 15%～20%，甚至更少。这恰巧与价值投资者 5～7 年的平均持股期相一致。如果你对巴菲特、格雷厄姆描述的市场先生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的周期表现作个解读，你会发现在股市疯狂阶段或均衡、调整阶段，价值投资者都有不在场的证据。价值投资者不宣扬采取市场择时策略，但其微观择股条件已包含这种情境假设。"我的良师益友格雷厄姆以前就曾描述过他对市场波动的心态，我相信这对于投资成功极有裨益。他说，你应该想象市场报价来自一位名叫市场先生的朋友，他非常随和，是你私人企业的合伙人。""说起来令人伤心，因为这个可怜的朋友患有无法治愈的精神疾病，有时他感到兴奋，只看到影响企业的有利因素。处于这种情绪中时，他会开出一个极高的买卖价格，因为他害怕你会争购他的股权，抢走他将要到手的利润。另一些时候，他情绪低落，只看到企业乃至世界的前途困难重重。在这种情况下，他会开出一个极低的价格，因为他唯恐你会将你的股权倾销给他。"[⊖]价值投资者只将市场低迷、股价大幅低于价值视为入场信号。

不少投资者把空仓视为资金闲置、浪费。实际空仓也是一种投资决策，有时甚至是最好的决策。2008 年次债危机爆发之际，巴菲特手握近 3 百亿美元的现金，一直耐心等待市场先生给出低于股票价值的市场价格。有人惊叹：在熊市尽头握有大量现金的投资者是金融天才。笔者印象深刻，在熊市之中，一次某投资刊物组织股票投资竞赛，绝大多数人并未意识到已处熊市，最终仅是一位空仓者胜，所有持仓者都亏损。无论攻防，就势均力敌的军队作战而言，后备军的状态可决定战争的胜败。股市经常也是如此，成败确定性最高、收益率最高的通常是最后投入的兵力。这些现金平日蛰伏仅获低收益，但作为战略预备队在关键时刻会全然扭转战局。

满仓者的损失不只是账面浮亏的时间损失，更大的在于"机会成本"的损失。价值投资者有时即使看到了数年难遇的投资良机，但也却因过早左侧买入而弹尽粮绝。

股市进入点的选择十分重要。有的人在高泡沫期入市，其后会面临十年持

⊖ 查尔斯 D. 艾里斯、詹姆斯 R. 廷，《点津》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股零收益。我们来看巴菲特买卖中石油股票的案例。2007 年 11 月 5 日，中石油在国内 A 股上市。当时沪综指在 5700 点附近，开盘价为 48.6 元，市盈率为 65。其后一路下行，最低在 2012 年 7 月，已到 8.7 元左右。如果开盘之日买入者没有止损，一直持有，持股 10 年恐怕也会难免大幅负收益的后果。在国内投资者 40 多元价格抢购中石油股票之际，巴菲特在香港正好于 2007 年 7～10 月完成中石油的清仓。巴菲特 2003 年 4 月投入 4.88 亿美元买入在香港上市的中石油股票。买入时股价为 1.6 港元左右，市净率为 1，市盈率为 8，股息率为 6%。巴菲特持有中石油 4 年。巴菲特在 2007 年 7～10 月间，在 11～15 港元区间内连续卖出中石油，5 亿美元的本金卖了 40 亿美元左右，获利约 270 亿元人民币，净赚 7 倍。卖出时市净率约为 3.5，市盈率约为 17。中石油股价其后一度涨到 20 港元以上。笔者记得当时国内有股评人奚落股神也不过如此，没在 20 港元以上卖出中石油，没有卖在高价。隔数年后，公众才读懂巴菲特投资的大智慧。

应对股市的高端挑战，重点在于寻求战略决战。大盘或个股的战略之战的焦点不是升或跌，而是升跌的幅度是否足够大，可靠性是否足够高。对投资机会胜算的评估，要整体性（系统性）评估，抓大放小，防止因小失大。对于证券投资者而言，在投资战略上一项重要抉择就是投资者要把时间、精力重点投入在数年一个轮回的战略决战，这涉及主要时间、精力向何处投入收益率最高的问题。“如果你把我们 15 个最好的决策剔除，我们的业绩将会非常平庸。你需要的不是大量的行动，而是大量的耐心。你必须坚持原则，等到机会来临，你就用力抓住它们。”[1]“投资竞技场上，许多复杂策略使投资者远离真正重要的东西。大师们只将精力集中在重要原则上，运用简单的方法获得巨大的成功。”[2]

---

[1] 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

[2] 斯科特·凯斯，《尖峰时刻：华尔街顶级基金经理人投资经验》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

证券市场是混沌、复杂系统之谜

语录：

“新的范式把市场看成一个复杂的交互作用的和适应性的系统。它们的复杂提供了丰富的可能性和解释，但没有简单的答案。”

“混沌帮我们理解市场而非预测市场。”

埃德加·彼得斯，《资本市场的混沌与秩序》

经验之谈：

解读市场的复杂性，具体体现为解读证券市场这四大属性、特征：系统未来状态的不确定性、系统状态的模糊性、非线性、自组织性。

面对市场，需要对科学方法论革命与证券市场复杂性进行再认识。

1973年，普林斯顿大学的教授伯登·麦克伊在《漫步华尔街》中提出了一个著名的结论：证券市场有效之际，股价变化属随机游走。概率专家阿伦布朗在《华尔街的扑克牌》中感叹：“股票经纪人花了一个半世纪的时间才认识到股票市场是个随机市场”。笔者是在20世纪80年代研究生期间，从北京大学厉以宁老师的西方经济学讲座中听到“猴子选股与人的选股无显著差异”的观点介绍。当时不解其意，只是听着“新鲜”、“另类”。人们对股价变化规律的追索、研究也已过百年，专著众多，对股价运行规则得出的结论竟是股价的随机游走、猴子选股等同专家选股！听着邪乎，实战试验的验证也不离谱。其后美国一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严肃的证券杂志组织了相关的专项试验，为期三年，由编辑建立两个选股小组。一组依据组员向墙上投飞镖选股，另一组依据分析师专家意见选股。三年之后依据实战结果得出结论：二者有差异，但无显著差异。对于巴菲特的成功，有效市场论者有自己的解释：成功仅是标准正态分布的一个组成部分，在一定的或大量的投资失败者基数的铺垫之下，总会有一小部分人会在股市成功。这是概率分布的结果。

依据此理论，在投资操作上可得出一系列结论：分析师、投资专家没有价值；基本面分析没有价值；技术分析也没有价值，因为股价随机游走包含股价无记忆，数据无记忆，过去与未来事件无关、相互独立发生。技术分析的依据则是历史告诉未来、股价特定模式有高度重复性、行为可预测等。此论是否正确，事实已作了回答。基本面分析与技术分析绵延百年，至今仍保持着旺盛的生命力，这种生存本身就是其价值的证明。股价随机游走确实是股票价格变化的一种状态，但仅是股价变化多种状态中的一种状态，它的存在并不能否定基本面分析、技术分析对股价变化分析预测的相对有效性。股价无记忆假设是盲目引用古典概率的等可能性、事件独立性假设，该假设仅适合于古典概率，不宜用于股票市场。从某种意义上讲，股价变化是投资者行为变化的结果。投资者是交易主体，投资者有记忆，股价必定有记忆。投资者错在把古典概率规则盲目用到主客观相互作用的世界。

下面介绍一下方法论变革与主流金融理论的临界转变。1962 年，库恩发表《科学革命的结构》一书，颠覆了传统的科学观，引起了一场思维范式革命。库恩表明：科学并非是对客观性和真理的追求，它有点像是在已被接受的信念模式内解决问题。库恩建立了新的科学哲学。库恩强调，科学不是追求客观与真理的活动，而是在“范式”指导下从事常规科学的解谜活动。库恩把科学归结为在信念系统内的解密活动，并提示“常规”科学仅仅是教条式的稳定性，它将被偶发的革命所打断。

库恩的科研范式变革模式可以这样理解。范式是一种看待事物的方式，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一组共享的假设、信念、教条、惯例和理论。库恩将科研思维范式区分为常规科研期与非常规科研期两种类型。常规科研期：依据一定科研范式，运用一套公认的基本方法、理论，解决一定领域内的疑难问题。其特征在于：不会对所依据科研范式本身提出疑问，而是专心致力解决范式内的疑难问题。非常规科研期：旧的科研范式频频受挫，各种新观念、新方法挑战旧思维范式，最终形成公认的新范式。科学发展的历史是常规科学与科学革命交替演变的历史。科学是在范式指导下的解谜活动，在解谜获得继续进行的过程中，范式会受到反常现象的冲击，反常现象的不断积累使范式遇到危机，最终由新范式取而代之。

科学就这样分阶段地进行着，永无止境，并没有一个事先设计好的目标，也不是向某个终极实在和绝对真理的接近。

20 世纪 80 年代的主流金融投资理论已步入非常规科研期，即金融科学科研范式、基本分析方法的更新期。20 世纪 50～70 年代，主流的市场有效投资理论盛极一时，得到普遍认可。1952 年，马克维茨创建投资组合理论；1965 年，夏普创建有效市场理论；1973 年，布莱克和斯科尔斯建立期权定价模型；1976 年，罗斯建立了套利定价理论。现代主流的投资组合理论，其主体方法论体系建立在牛顿古典力学分析体系之上。其核心理念是：均衡分析；线性因果推理；收益率正态分布；理性人假设；资本定价模型；有效市场理论；股价随机游动假说等。

20 世纪 80 年代以来，随着异常案例的积累——1987 年 10 月的美国股市单日大跌，1998 年的长期资本管理公司危局，2000 年的纳斯达克网络泡沫破灭，2008 年的次债危机：这一切对市场有效理论造成了致命冲击。

经济、金融、社会科学分析方法的演变，一直与自然科学方法论的演变过程相联结。随着科学哲学的演进，一场思维科研范式变革已在形成。

20 世纪科学方法论上诞生了三大遗产，这三项重大突破分别被确认为是相对论、量子论及混沌理论。在此期间，多种相互关联、相互推动的新型分析方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法体系群体涌现，包括：系统论、信息论、控制论，混沌论、耗散结构论、协同论、复杂系统理论等。基于自然科学在科研试验的条件、事件可重复性、可观察性等方面的不同，其试验条件优于社会科学。社会科学与自然科学实证研究差别之一是社会科学属开放、动态系统，包括证券市场，都不存在封闭可控的试验环境。另外自然科学与社会科学所研究的客观对象又存在不少相似性，自然科学方法论的进化为社会科学研究提供了新视角。自然科学方法论的进步一直强力推动社会科学研究范式的变革。

20 世纪 70～80 年代，一帮“疯子”不断冲破柏拉图简捷、优美理想国的藩篱，对世界作另类解读。他们在均衡、秩序之外，看到了先哲赫拉克利特眼中的世界：一个不能步入同一河流的不可逆世界，一个杂乱、无序、持续各种规模的动乱与崩塌的世界。这一切用牛顿定律已不能解释。

1984 年，诺贝尔奖获得者，夸克之父马瑞•盖尔曼与乔治•考温感受到应该通过跨学科整合来研究这一类“无序”问题，他们创办了以复杂性科学为研究对象的圣塔菲研究所。“复杂性科学的研究领域目前尚显得模糊不清，那便是因为这项研究正在试图解答的是一切常规学科范畴无法解答的问题。”“他们相信，他们正在凌厉地冲破自牛顿时代以来一直统治着科学的线性的、还原论的思维方式。他们的突破已经能够使他们面对当今世界的最重大的问题。他们相信，他们正在开创的是，套句圣塔菲研究所创始人乔治•考温的话，21 世纪的科学”。㊀

圣塔菲研究所成为世界上各个角落、从不同的方向求解杂乱世界中隐秩序“疯子们”聚集的圣地。这些曾在暗夜踽踽独行的另类“疯子”们在圣塔菲研究所找到了知音与共识。他们协力创立了一门崭新的学科：复杂及复杂适应理论。这个理论把被经典科学简化理性所排除的多样性、无序性、个体性因素重新纳入科学家的视野。

㊀ 米歇尔•沃尔德罗普，《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994 年，遗传算法之父和复杂性新科学的先驱者之一约翰·霍兰德在圣塔菲研究所举办的讲座中做了名为“隐秩序”的著名演讲，系统地提出了他潜心研究了 30 多年的复杂适应理论。

复杂适应理论的核心概念是“适应创造了复杂”，具体如下：

第一，复杂系统存在多元的众多的平行发生作用的适应性主体。霍兰德把系统中的成员称为具有适应性的主体。所谓具有适应性，是指主体能够与环境以及其他主体进行交互作用。适应性主体具有感知能力和目的性。通过与其他主体进行合作或竞争，争取自身生存和延续的最大利益。

第二，适应性主体的适应能力表现在它能够根据行为的效果不断构建和修订主体的行为规则，以便更好地在客观环境中生存。适应能力来自主体的学习能力。霍兰德将主体的学习过程表述为：接受刺激——作出反应——得到反馈——修正规则——提高适应度。

第三，“适应创造了复杂。”其一，霍兰德认为系统演化的动力本质上来源于系统内部，微观主体的相互作用生成宏观的复杂性现象。“最吸引他的问题是适应的问题，或更准确地说，在不断变化和不可预测的情况下的适应。”㊀其二，适应性使复杂系统行为呈现为非线性变化。复杂系统中主体之间相互影响不是简单的、被动的、单向的因果关系，而是主动的适应关系。在主动适应、包含各种反馈作用的关系中，线性的、简单的、直线式的因果链已经不复存在，行为具有非线性特征。非线性能产生令人无法预期的多样化行为模式。

股市中每个投资者，都面对求解“适应复杂”与应对“复杂适应”的问题。

圣塔菲研究所的研究结果认为，复杂系统的变化表现为三个基本演变阶段：秩序阶段、混沌边缘阶段、混沌阶段。

秩序阶段=均衡阶段，系统呈现稳定的状态，像是一个绝不可能导致沙崩的小沙堆。混沌边缘阶段=自组织临界阶段，这是复杂系统处于有序与无序的

㊀ 米歇尔·沃尔德罗普，《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中间阶段。复杂系统的最佳阶段不是均衡阶段，而是自组织临界阶段，它代表系统具有最好的整体适应度。有生命的系统不会牢固地盘踞于有序的王国。其动力来自运动法则——适应性主体为生存争夺资源，导致复杂系统从均衡逐步趋向于混沌的边缘。混沌阶段=崩塌阶段，崩塌=系统处于无序状态。在混沌状态下，系统转向不可预测的骚乱（复杂系统理论中的混沌概念代表无序。与混沌理论中的混沌定义不同，混沌理论中的混沌代表有序和无序并存，且强调无序之中的有序）。

这里要介绍一下自组织临界与沙堆实验。

这是丹麦理论物理学家伯•巴克研究、总结的沙堆崩塌的特征。第一阶段，稳定状态。假如我们往一张桌子上一粒一粒地丢沙子，沙子将会逐渐堆积起来，在这一过程中，沙堆处于稳定状态；第二阶段，自组织临界状态。随着沙堆变高，它也变得越来越陡、越来越不稳定，在这种状态下，任何规模的崩塌都有可能发生。第三阶段，沙堆崩塌。到一定程度，刚丢下去的沙子会引起沙堆的崩塌。在这种状态下，任何规模的崩塌都有可能发生。此时，已无法估计新丢下去的沙子会导致什么结果：它可能只是打几个滚就停下了，也可能触发周围的沙子引起一场小规模崩塌，但也可能引起一连串连锁反应，像多米诺骨牌效应一样，导致几百万粒沙子一起崩塌。第四阶段，崩塌规模的分布，不服从正态分布，而是幂律分布：崩塌规模越大，则发生的频率越低；参与崩塌的沙子数目每增加 1 倍，其发生的频率则降低 2.14 倍。即使是最大的崩塌发生，也无其他特殊的因素，它是完全不可预测的。第五阶段，崩塌之后，继续丢沙子，沙堆又再增高，然后再崩塌，如此循环往复。

像熊彼特所述的创造性毁灭，即主体适应性更新或非适应性主体的淘汰，杂乱、崩塌过程中出现各类瞬间值，为系统的适应性演变提供多样化选择。适应性主体要保持尽可能多的选择。这一过程伴随新事物的“涌现”，即复杂性系统永不停息地把自己组织成各种形态的趋向。巴克已经证明了，各种规模的动乱与崩落，包括最大的灾难，都是基本的现象。“你要做的是在前途未卜的世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上变得更强健，更有生存能力。而这反过来又会使你尽可能多地了解非线性关系和偶然因素的作用。你极其小心谨慎地观察这个世界，不期望目前的状况会永远不变。”㊀

1995 年，一本《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》把圣塔菲研究所和复杂适应理论昭示天下，在世界引起巨大震动。

以复杂适应理论解读股市，可以有以下一番对股市的理解：

第一，时变性。人们认可股市中唯一不变的是变化。复杂适应理论揭示了其作用机理。股市作为高度复杂系统，始终处于不可逆的演变之中。历史存在重复，但从来都是有差异的重复。

第二，投资者作为“适应性主体”，每个投资者都面临如何完成对“复杂系统的适应问题”，即投资者行为规则的建立与不断完善。这是一个持续学习与适应的问题。

第三，复杂系统的动态演变阶段与股市周期演变阶段具有相似性。有序对应于均衡市，混沌的边缘对应于股市上升或下降的趋势阶段，混沌阶段对应于股市的崩塌、异常值阶段。

复杂系统自混沌边缘转入混沌阶段，动因来自两类：一类是外界输入动量；另一类是内部非线性动力。微小的变化可在一系列的非线性反馈作用下，演变成崩塌。

1987 年 10 月的“黑色星期一”，目前被标记为美国历史上的单日最大跌幅股灾。其原因事后一直没有定论。这次股灾最大的特点是事先没有明显征兆，当天也没有任何重大事件或重大超预期信息发生，属“平地起惊雷”。目前合乎逻辑的解释是，崩塌是这种复杂系统中累积性、非线性前期交互作用导致的结果。一项微小的变化，在群体非线性作用与反馈的环路中，导致出现“无限方差”，最终引起瞬间崩塌。

㊀ 米歇尔·沃尔德罗普，《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自然科学方法论的新进展推动对证券市场复杂性的认知达到前所未有的深度。实证研究确认：股市属复杂、混沌巨系统，证券市场具有巨型复杂性系统及混沌系统的种种基本特征。

第一，证券市场就规模而言属巨系统。依据系统组成规模对系统分类，系统可分为中小系统、大系统和巨系统三类。证券市场被公认为属巨系统。判别的依据有两个：一是多元、多维、多级系统。多维在于其界面复杂，它包括宏观面、微观面、政策面、市场面等。多级在于其子系统众多，例如政策面包括财政、货币、产业、区域发展等方面政策，市场面包括供求分析，技术分析，投资者心理、情绪分析等层面；二是系统的构成要素众多，相互关系高度复杂。要素众多，其独立变量数以百计，变量组合模式更为宏大；且其关系复杂，其相互作用模式存在时变性，并不固定。

第二，股票市场具备复杂系统的种种特征。依据系统结构和关联的复杂程度上的差别，可将系统区分为简单系统、复杂系统。复杂系统具备简单系统所不具有的一系列属性与行为特征。简单系统结构与关联的基本特征是属确定性系统。其要素间的关系较为稳定，多属线性关系；其系统行为变化可依据因果推理预测；系统行为在时间序列中呈可逆性特征。而复杂系统的结构与关联有别于简单系统，复杂系统具备下列行为特征：不确定性，非线性；时变性，行为在时间序列中呈不可逆性。证券系统具有开放性、动态性、不确定性与时空的不可逆性。该系统与外界有能量、信息交换，且持续受外在事件随机性影响。无论是社会事件还是自然界事件，凡对经济产生影响的事件都对股市价格波动产生影响。

简单系统，初始条件既定，系统未来运行轨迹既定；属可预测、由确定性支配的系统。简单系统是个非此即彼的清晰世界，不存在模糊性问题；其思维逻辑遵守因果律、排中律，拒绝矛盾律；简单系统的系统行为在时空中具备可逆性，可重复。

复杂混沌系统的行为不可预测；行为分析不能由因果分析、线性分析承担，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要引入概率逻辑分析、多元逻辑分析；系统行为呈时空不可逆性。

第三，股票市场具备混沌系统特征。混沌系统的基本特征包括系统未来状态的初始条件敏感性，系统状态变化的非线性、自组织性、涌现性、自相似性等行为特征。

初始条件敏感性在于，系统内部各子系统之间、系统内部要素之间相互作用关系高度复杂，确定性与随机性交错并存，致使依据初始数据对系统未来运行状态不可准确预测。系统初值微小变化能引起系统后续的巨大变化。收集数据的细小差别，将对结论产生重大影响。这是混沌系统的最基本行为特征之一。其最通俗的解释是著名的“蝴蝶效应”。“秘鲁一只蝴蝶轻轻扇动翅膀，然后通过一系列极为复杂并且无法预测的关联事件，可能会放大空气流动，并最终导致得克萨斯州的一场飓风”。其变化过程尚属黑箱机理，有结果，无确切原因。

第四，股票市场具备非线性。非线性是指系统内部各子系统之间、子系统各要素之间存在非线性相互作用。非线性的特征即互动性。第一，就量化关系而言，简单系统中的线性函数，其自变量与因变量有稳定的数量对应关系，子系统之量汇总对等，线性计算可叠加。复杂系统量化关系的非线性表现为其各子系统分量汇总与系统总量并不对等，也就是 1+1 通常会大于 2 或小于 2，只有在特例条件下才等于 2。第二，非线性关系引申到事物定性方面而言，是指其运动形态不规则。例如股票价格变化非线性，系投资者行为对信息反应的非线性。一方面可能表现为价格在时间序列上的不连续，跳空高开或低开；另一方面可表现为价格变化的速率不规则。股价对信息的反应有时出现反应不足，有时则过度反应。第三，非线性意味着所面对问题并不存在单一线性最优解，而是存在多重解。第四，非线性意味着非因果性关系，意味着累积性效应。投资者行为或反应过度，或反应不足。基本面、市场面不一致，正负反馈作用不确定。

第五，股票市场具有智能性、自适应性、自组织性行为特征。自组织性是指系统内要素能自发形成有序结构。自组织性是系统复杂性的成因之一。复杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

混沌系统的构成要素具有智能体特征：能对环境变化作适应性反应，能自行制造新行为规则，能依据某种规则，自主决策。系统内的元素或主体行为能遵循一定规则，根据环境和接受的信息调整自身的状态、行为，且主体有能力根据各种信息调整规则，产生以前没有的新规则。

就系统由简单到复杂的分类等级而论，依据系统规模与复杂程度可分为多个等级。证券市场具备多维、多级属性，具备开放性、动态性、复杂性、混沌性等多类属性。证券市场与气候、生物等系统一样，已公认被列入最高等级的复杂巨系统，属对人类智力提出最尖端挑战的系统。到目前为止，就世界天气预报水平而言，七天之后的预报均属参考消息。股市的预测恐怕比天气预报更具参考消息的品相与品质。

就人类对目标系统的认知状况划分，系统被分为白色系统、灰色系统、黑色系统。白色系统属已能被人类充分认知的系统；黑色系统是系统内部状况、特征均属未知的系统；灰色系统是指介于二者之间，人类对其系统运行规律的把握处于信息缺乏状况。投资者敬畏市场要件之一就是，保持适度的无知假设，牢记人类对该复杂系统的认知存在一系列盲区与证券系统属灰色系统。

解读市场的复杂性，具体体现为解读证券市场这四大属性、特征：系统未来状态的不确定性、系统状态的模糊性、非线性、自组织性。混沌复杂巨系统所具备的特征，为我们进一步解读证券市场的复杂性提供了全新视角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

股市不确定性之谜

语录：

“我们在并不知道各种可能结果概率的情况下经历着真正的不确定性，因为我们根本就不知道所有可能的结果是什么。认识到我们是多么无知，可以使我们作出更好的决策。”

埃德加·彼得斯，《复杂性、风险与金融市场》

经验之谈：

在金融领域，在最应重视不确定性的地方，不确定性反而被过度简化、忽视。

“不确定性”常常被忽视。

基于历史局限，基于陈旧方法论的束缚，传统、主流的经济理论、金融理论低估、错估了证券市场的一系列复杂性。一些焦点问题或被不当简化，或被忽视，尤其是证券市场所呈现出的系列性的不确定性、模糊性、非线性、自组织性等问题。这些问题多以单项或局部经验的方式，在众多投资大师实战经验的总结中逐步积累和揭示，但在传统经济、金融理论上并没有得到系统的论述。

对于不确定性世界是否存在曾长期存在争议，在基本方法论的哲学层面就是由来已久的决定论与非决定论的争议。双方争议的焦点在于：不确定性究竟是客观存在，还是仅受制于人类认知能力局限，属于人类主观的无知、未知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定论曾在人类历史上长期占主导地位。依据决定论的观点，不存在随机性，只存在因果性；不存在或然性，只存在必然性。或然性、随机性只是人们对其因果的无知或未知。决定论经历过数种不同的历史形态。第一种是古代的自发决定论，相信事物普遍具有因果性和必然性，通常以神的意志为主导，人类通过抽签、算卦与神沟通，获取神的意志。第二种是中世纪占统治地位的宗教决定论，一切由上帝决定与安排。第三种是近代的机械决定论，坚持线性因果律、必然性，并以动力学规律演绎、解释事物状态变化。第四种是现代阶段的辩证决定论，承认事物因果联系的多样性、必然与偶然的辩证统一、动力学规律与统计学规律并存。

决定论的典型代表是法国数学大师拉普拉斯 1814 年在《概率的哲学导论》中提出的，被后世称为“拉普拉斯神灵”的假设：“宇宙的目前状态是先前状态的结果，又是以后状态的原因。万能的智者能够在某一瞬间理解使自然界生机盎然的全部自然力，而且能够理解构成自然存在的各种状态。如果这个智者广大无边到足以将这些资料加以分析，就会把宇宙中最巨大的天体运动和最轻的原子运动都包含在一个公式中。对于这个智者而言，没有任何事情是不确定的，未来如同过去一样在他眼中一览无余。”

非决定论认为非因果联系同因果联系一样具有普遍性，它反映客观世界较为复杂的相互作用方式，从而使得事物的存在与变化受到偶然性不可忽视的影响，并导致初始状态与未来状态之间不存在精确的轨迹。

科学界承认不确定性是一种客观存在的历史并不长，卡尔·波普尔指出，1927 年前，绝大部分科学家相信“科学”决定论。标志性事件是 1927 年海森堡不确定性原理获科学界认可。

关于客观世界基本元单位如何构成问题，决定论与非决定论在 20 世纪初期曾引起认识论上的巨大争议。客观世界是由规则、均匀分布、遵从简单普适规律的基本单元构成的，还是由高度不规则，不均匀分布，受不确定性、随机性支配的基本单元构成的？这是争议的焦点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中最著名的是爱因斯坦与玻尔之间关于上帝掷不掷色子的争议。爱因斯坦不接受量子理论中的不确定性原理，他始终认为，对粒子运动不确定的理论只是暂时的解释，总有一天它会被另一种能够消除所有不确定因素的理论所取代。爱因斯坦认为随机性或不可精确预期性不是客观物理世界的根本方面，只不过是人们对它的认识不完备而已。他反对不确定性原理的一句名言就是“上帝不掷色子”。意即粒子运动应该是确定的，不会像掷色子那样不确定。“上帝不掷色子”出自爱因斯坦 1926 年 12 月 4 日给玻恩夫妇的信件中。原内容为：“量子力学固然是堂皇的。可是有一种内在的声音告诉我，它还不是那真实的东西。这个理论说得很多，但是一点儿也没有真正使我们更加接近于‘上帝’的秘密。我无论如何深信上帝不是在掷色子。”

哥本哈根学派的代表玻尔、海森堡等人认为微观粒子本身就有不确定性，人们根本无法像在经典物理学中那样，准确地了解粒子在某一确定时刻的位置和动量，这就是所谓的不确定性原理。海森堡在 1927 年 3 月提出了不确定性原理，即不可能同时准确测量一个粒子的动能和势能，对动能的测量会影响到势能，反之亦然。

爱因斯坦大师终身都没有接受不确定性的客观性。“上帝不掷色子”是爱因斯坦对海森堡不确定性原理的评价。玻尔的答复是：“爱因斯坦，别去指挥上帝应该怎么做！”大师霍金也跨时空参与了这场争议，霍金说：“上帝不只是掷色子，还把色子掷到我们看不到的地方！”

时间证明了真理，现在不确定性原理已经成为量子物理的基本定律之一。1932 年海森堡获诺贝尔奖。

从经济学视角来说，不确定性未被给予足够的重视。科学求索规律、真理、秩序，通常与不确定性是相互排斥的。传统经济、金融理论也属决定论的天下，长期对不确定性在股票决策体系中的地位、作用认识不足，使之成为股票投资基础知识中的灰色地带，甚至到了被忽略的程度。

奈特和凯恩斯率先在经济分析中把不确定性的应对列为焦点之一。奈特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1921 年的博士论文《风险、不确定性和利润》，明确研究不确定条件下的决策行为。奈特将不确定性分为可度量与不可度量两类。可度量的不确定性即已知其各种概率的不确定性，它被定义为风险。风险估计的可靠性来自所遵循的理论或稳定的经验规律。不可度量的不确定性属真正的不确定性。企业利润来自不确定性，而不是来自风险。

奈特也指出：不可预期的“未知”是不确定性的一个重要来源。奈特就此创建了“未知的不确定性”。

凯恩斯 1921 年的《概率论》、1936 年的《就业、利息和货币通论》都涉及对不确定性的研究。凯恩斯曾批评新古典主义赋予了不确定性一个确定和可计算的简单形式，把不确定性转化成了风险，从而使不确定性降低到其本身可以计算的地位。另外，传统金融学沿袭经济理性人假设，回避了大量实际决策过程所面对的重大问题。传统经济学、金融学所沿用的理性人假设把复杂问题不合理简化。任何信息都能被及时、准确地处理，全部反映为市场价格变化；理性人具备神奇的计算能力，能及时把握各种可能性的发生概率，在种种疑难问题面前能自动择优等。

西蒙 1974 年在管理学领域的实证研究结果否定了完全理性人假设，提出了决策过程的有限理性、有限的认知能力、有限的信息处理能力，决定了决策筛选所遵循的标准并非最优而是与目标匹配的足够好规则，即次优理论、满意度原则。其后 20 世纪 80 年代，行为金融学以实证结论对规范、传统的金融学决策过程的“理性”问题实施大规模的讨伐，证实实际决策中存在大量心理偏差、认知缺陷，远非充分理性。

简而言之，对理性人高度简化的否定，实际是对证券市场复杂性的重新认识过程。行为金融揭示种种心理偏差、认知偏差，如果不限于心理层面框架，其深层根本原因源于决策环境、决策标的——证券市场自身的复杂性。种种心理偏差是对证券市场复杂性的不适应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统经济学有一定的局限性。传统金融学、经济学的一大缺陷是对证券市场复杂性认识不足，包括对基本特征之一，证券市场不确定性的成因、机理、类型、度量方法缺乏系统性的分析。第一，把不确定性归为可计量、可统计的收益波动；第二，仅关注结果而非过程的不确定性；第三，用可计量风险的分析片面替代了不确定性分析，使不确定性的分析淡出科研视野；第四，制造理性人神话和概率神话，忽视了不确定性的另外一些表现——模糊性、不一致性、时变性，这些预示着一部分不确定性具有不可计量的性质。

不确定性是客观存在，是种确定的不确定性，即“对同一事物的变化过程，进行多次独立、重复的观测，得到的结果不同。”㊀

广泛而言，不确定性主要包括随机性、模糊性、不完全性、不一致性和时变性；狭义而言，不确定性主要包括随机性、模糊性。

证券市场系统的基本行为特征之一为不确定性，集中表现为股价变化的不规则性。复杂系统所具有的不确定性，是指复杂系统未来运行状态的不确定——依据系统的初始状态，不能准确预测系统的未来状态。系统在时间序列中的状态变化属系统行为，系统未来行为的不确定性是复杂系统所具有的一种客观状态。不确定性由复杂系统运行中外生、内生的随机性因素所决定。

不确定性是复杂系统未来运行状态的不确定。目前存在的一大混乱是把不确定性与风险混同。埃德加·彼得斯 1999 年的《复杂性、风险与金融市场》一书强调，不确定性本身实际是中性概念，并不等同于风险。风险属于与人们主观预期不一致，且会造成负面后果的那部分不确定性。

下面介绍投资组合理论所给出的不确定性定义。涉及风险的度量，给出下列解释：“除了确定回报率以外，估计出与要赢得的回报相关联的风险或不确定性也是很重要的。回报率的方差和标准差是代表风险或不确定性的两种备选统计量。这些统计量事实上是测量回报率围绕其均值变化的程度，如果围绕均值

㊀《金融时间序列分析》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生剧烈变化，则表明回报率有很大的不确定性。"[1]"不确定性的另一备选定义可以是不利结果发生的概率"。

巴菲特对资本定价模型进行了如下的批评：在他们渴望用单一的统计来衡量风险时，他们忘记了一条基本的原理——"近似的正确胜于精确的错误"，"风险的学术定义远远偏离了靶子，甚至产生了荒谬。"[2]

鉴于不确定性定义宽泛，本书仅限于从决策过程角度定义、分析不确定性。决策学上的不确定性是指一项决策所对应的结果事前有多种可能性，事后具有单一确定性。该类决策所面对的决策过程与结果的不确定性是一种客观状态。过程中的不确定性主导结果的不确定性。

不确定性的分类如下：

从系统状态描述的角度来说，不确定性被分为两类：一类是系统行为的不确定性，由系统的随机性决定；另一类是系统状态描述上的不确定性，又称系统的模糊性。

从不确定性的来源和不确定性情境下的决策过程约束条件划分，不确定性可分为无知或认知能力不足与未知所导致的不确定性、主客观互动所导致的不确定性。据此，从不确定性来源划分，决策过程面对三类不确定性。第一类为各种主观因素导致的不确定性，第二类为客观因素导致的不确定性，第三类为主客观因素相互作用导致的不确定性。决策过程是个客观依据和主观评价相结合的过程。

（1）主观因素导致的不确定性。它是由决策者个性特征所形成的对客体认知度的差异。决策者具有不同的投资理念、知识结构、从业经验、信息获取、处置能力等。上述差异导致投资者主观与客观之间的认知差异，导致投资者面对不同程度的不确定性，例如智力测验之际所面对的不确定性。正确答案事先已经存在，对应试者而言，答案的确定与不确定程度，取决于应试者的知识储

[1] 小詹姆斯 L.法雷尔、沃尔特 J.雷哈特，《投资组合管理——理论与应用》。
[2]《巴菲特致股东的信》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备。常识性或某领域专业知识越多，获胜概率越大。

（2）客观因素导致的不确定性即信息量、质之差别导致的不确定性，包括对目前的信息集而言不可预期的未知事件，属客观环境因素导致的不确定。决策结果的不确定性是决策所面对时域、时间序列中的不确定性所制约的，是由混沌复杂系统内在的固有随机性的行为特征所决定的，属客观状态。

（3）主客观因素相互作用导致的不确定性。它即投资决策主体之间、投资决策主体与决策客体之间的互动作用所产生的不确定性，包括投资者之间的博弈，索罗斯所讲的“反身性”、预言的自我实现。

下面介绍不确定性的度量。一般用统计数据、概率或模糊数学的手段度量不确定性。概率度量随机事件，是随机事件多次重复试验中，事件 A 发生可能性大小的度量。

模糊数学是对系统另一形态不确定性的描述，即系统状态自身的属性确认问题。模糊集合是描述复杂概念的一个方法，模糊集合中隶属度概念是描述模糊度的核心概念。概念越复杂，描述越模糊。

依据混沌理论，客观世界被分为三类基本状态。第一类是确定性世界。第二类是不确定性世界：混乱的随机运动，无规律可循，只能适应。第三类即混沌世界，是介于二者之间的、确定性与不确定性交错并存的世界。混沌不是混乱，而是一种更高级的秩序。混沌是确定性系统内的随机性。确定性与随机性并存并同时发挥作用，随机性被限定在确定性中。

在证券市场，存在确定的不确定性，但不确定性的具体表现形式与时俱进，不断更新。

不确定性引发的后果难以计量，种种“稀有”的不确定性会引发市场恐惧。

证券决策的基本特征之一，即与简单系统相比，它属不对称决策。均衡、对称均属描述简单系统工具。用这类工具观察复杂系统会发现存在不对称，在原系统内无解。对比简单系统决策而言，复杂系统决策是面对不确定情境下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策，其决策依据与决策目标存在种种不对称性。

第一，不充分、不完全信息与决策。这包括已有信息与决策需求不对称，决策所需信息与实际拥有的信息不匹配。股票决策是依据过去、面对未来的决策。但不确定世界的一大特征，就是依据过去，并不能准确推测未来。这就是不对称决策的困境，即决策所依据的信息流量、强度与决策目标值不匹配、不对称。通俗地讲，就是弱信息匹配重决策。弱信息是指相对于决策目标的需求而言，信息的齐备性与信息强度不足，难以排除决策所面对的不确定性。其一，信息不充分，仅具备部分信息；其二，信息不完整，信息质量、强度不足；其三，信息模糊，相互冲突。不确定性投资决策的最大特点为：该决策活动对决策者认知资源的要求，超过了投资者的认知界限。投资者的正确的认知策略可提高决策的有效性，但不能消除不确定性。股票投资决策，其实质就是依据不完整、不充分的决策信息，依据归纳逻辑推理，对未来证券价格多种可能的变化结果所作的主观判断、选择。

第二，因果律残缺与决策。事件演变机理与决策目标不对称。股票投资决策结果的不确定性，源于股票投资决策过程本身所具备的不确定性。目标事件演变过程事先不具备确定性结果。该结果是该区段时间与随机性因素在过程演变中相互作用创造的结果，而不是事先预定存在的结果。此情景下的决策实际是过程黑箱决策。决策依据的前提条件与预期结果只存在或然性联系而非必然性联系。

第三，决策所依据的预测值、概率值的量化精度与决策目标不对称，而股价对“预期差”又十分敏感。预测与事件发生的概率估值都是股票投资决策必需的决策依据。复杂系统未来状态的不确定性、模糊性，决定了股市的预测仅是一种有依据的猜测，也决定了概率自身的模糊性。主观概率在实际决策中起着决定性作用。主观概率的模糊性与决策不对称。对概率决策的含义，我们也可以反向解读，概率决策同时也是盲点率决策，依据60%的概率决策也可反向解读为依据40%的盲点率决策。此类决策过程存在一系列盲区。可预测度与决策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所需的预测精度不匹配。在概率论的形成期，概率就曾被解读为“误差频率律”。

下面介绍不确定性的三个重要问题。

第一，股市中不确定性的基本原理。股票投资决策过程是决策者主观评估与客观依据相整合的过程。投资决策情境所面对的证券市场的不确定性可划分为两类，一类是系统客观状态所决定、所约束的不确定性；另一类是决策者主观状态所决定、所约束的不确定性。前一类属不可控的不确定性，不确定性的减少依赖时间的推移和新信息的加入；后一类属可控的不确定性，该类不确定性的数量多少、不确定性的程度，依赖于决策者的主观特征。投资者的异质性，尤其是投资者（个人、组织）的主观特征不同，决策所面对的市场不确定因素的数量、程度、比例不同。不确定性的数量、程度、比例，既受客观因素的约束，又受主观因素的约束，所以存在无知、未知，或认知能力不足所导致的不确定性。

决策者主观特征差异有下列成因：相关经验、知识结构的差异；信息获取、加工、存储、检索能力的差异；决策者之间的对策博弈。上述主观因素导致决策者对同一事件形成的主观概率判断不同，也导致该主观概率的可信度不同。主观因素的变化可增减不确定性的数量、程度。

研究创造价值，经验创造价值，投研能力是投资管理机构的核心竞争力，其根源皆在于上述能力造成投资主体在客观同样不确定性的格局面前，受主观因素方面的制约，其洞察力存在差异，优势方获得相对确定性方面的优势，其实际面对的不确定性数量、结构、程度相对低于其他投资者。

第二，不确定性的类型问题——复杂程度分级问题、难度系数问题，通过不同策略，可向不同难度系数挑战。基于不确定性的数量、程度受客观因素与主观因素约束，股票投资者可通过投资理念、投资方法的筛选作用，对决策所面对的股票数量（样本空间）多少、股票类型和结构作出选择、取舍，从而对决策所面对的不确定性的数量、类型、程度作出限制性选择。股票决策在决策对象取舍方面存在巨大的空间，也意味着决策者面对的不确定性数量、结果、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度，对每个决策者都存在巨大的选择差异。股票决策面对的不确定性存在主观选择上的巨大的可控性空间。

不确定性类型的划分涉及投资策略执行难度系数的划分。例如价值类与成长类股票的投资，其波动性存在巨大差异，其不确定性的程度、类型也存在巨大差异。成长类股票波动大、难度系数高。巴菲特与查理·芒格的价值投资哲学始终强调"大道至简"，投资决策要谨守自己的"能力范围"。不仅强调自己知道什么，更重要的是知道自己不知道什么；回避自己不懂的或无法把握的复杂决策，明确价值投资属"重信念、轻技巧，重定性、轻定量"型投资策略。

第三，不确定性与时变性。不确定性本身具有与时俱变的行为特征。

其一，不确定性涉及的是复杂系统未来的状态，而非过去的状态，它严格以即期划界，即期时点宣告特定不确定性终结，已转化成确定性。这是确定性世界与不确定性世界在时点上的分界线。我们之所以强调这条分界线，在于线的两端，要遵循完全不同的思维规则。许多人忽略了二者的区别。例如，对 K 线，对各种已实现图形的解读，切记它们仅属于由于各种机缘已实现的可能性，是概率实现后的结果，是或然性的结果，并非是必然性的结果。不能用决定论的"存在就是合理"误读这样的结果。

其二，不确定性时变过程中"临界值域"的各项指标判断对决策至关重要。

其三，区分股市基本状态，涉及不同的不确定性分布类型。股市时段不同，不确定性状态分布不同，股市系统未来状态的能见度不同，可预测性不同。这是宏观角度股市投资基本气候划分问题。本质上是时间序列中随机性分布形态问题。一方面，时间序列相关的投资决策可参考与经济周期相对应的投资时钟模型；另一方面可参考时间序列中随机分布的历史统计特征。股票价格波动在时间序列呈现四大统计特征：均值回归；趋势；波动聚集；异常值（沙崩状态）。区分上述四种时段，对设定不同投资气候下的投资策略至关重要。投资决策要抓大放小，不能在大的投资气候中犯大的错误，这或许是数年一个轮回的波动，或许对投资者是个致命失误，是数年或许终生都无机会挽回的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

股市模糊性之谜

语录：

“一项计算的结果通常不会比它的数据的最低精确度更精确，因此，一个预测通常不会比它所依据的任何已知初始条件更精确。”

卡尔·波普尔，《开放的宇宙》

经验之谈：

模糊性意味着精算必是误算。

复杂系统与简单系统相比，重大差别之一是复杂系统要素的属性、内部关系的确认与描述存在模糊性。科学哲学大师卡尔·波普尔用两个形象的比喻区分这两个系统：钟表世界与云世界。简单系统被称为钟表世界，一切清晰、有序、按部就班，循环往复；复杂系统被称为云世界，边界不清，规则不明，变幻莫测，组合多样且难以穷尽。

我国的李德毅院士用云理论扩展了模糊计量。“云滴”隶属于某个定性定量的概念“云”，“云滴”自身也是一个具有稳定随机倾向的随机数。特定论域的“云”由许多“云滴”组成，“云滴”之间无次序性，但“云滴”的整体状况却反映了所定义“云”的基本特征。它远看有明确的形状，有定义；近看却没有确定的边界。证券市场一些概念具有“云”概念的所具有的特征——名义上清晰，现实中模糊，难以计量，且事物之间的一些关系，越抽象，越概括，越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用，就越脱离具体单称事件，越背离样本体验，越模糊不清。

在标准教科书上，很少会谈及证券市场模糊性这项基本特征。在复杂性面前，传统理论千疮百孔。或许沉默是维护尊严的最优决策。这情有可原，毕竟证券市场是复杂、智能、与时俱变的市场。缺位意味着对新的分析体系存在现实需求。缺位也意味着先理清者获得洞察力的先机。方法优势会使投资者少走弯路，事半功倍。

下面介绍复杂系统模糊性与股票市场的模糊性。

复杂系统的模糊性是指对复杂系统元素、属性、行为、结构本身的定性、定量的描述存在亦此亦彼的不同理解、定性边界不清、定量精度不足问题。事物之间的界限与关系，从内涵到外延，有些是确切的，有些则是模糊的。复杂系统与简单系统重大区别之一在于是否存在模糊性特征。本节所述的模糊性，是指客观事物本身在概念、类别归属方面界定模糊。模糊性是不确定性的另一形态描述。前面第六章所述的不确定性可称为系统行为的随机性，随机性使系统未来状态变化具有不确定性，一般用概率论应对。模糊性则是系统不确定性的另外一种表现方式，是对系统不确定状态另一维度的描述。其根源是复杂系统自身状态的不稳定或变化中的过渡状态，是基于系统本体性的认知、描述、度量上的困难。尤其是股票投资决策所依据的一系列相关变量存在的模糊性，加剧了股票决策的复杂性。

关于模糊性存在的直接原因，学术界主要有下列观点。第一，客体状态本身模糊。客观因素约束决定了客体不可能精确。第二，主观认知模糊。由于人类认识局限产生了模糊性，包括合理简化或不当简化所引发的主观刻意模糊。第三，语义模糊。由于语言本身的特点导致语义模糊性。概念的精确度取决于分析目标的需要，一些次级概念不必要精确。要注意区分事物的“属性”方面的模糊与“量化”方面的模糊。

下面介绍模糊性的度量。隶属度、隶属函数与概率，都以复杂本体为原型，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是对系统复杂状态的描述、度量；都是对不确定性的度量，但各自度量其系统状态的不同方面。模糊集合是描述复杂概念的一个方法，可用模糊集合及隶属度概念度量模糊性。模糊度侧重目标属性离散程度的度量。模糊集合则是指存在一组符合某个集合定义的标准，在其周围有一模糊值域，该值域属于该集合。离该核心越近，隶属度、类似性越高；反之越低。例如描述靠近 6 数值的集合。以 6 为中心范围，值域可选 5～7、4～8、3～9 等。第一，精度、值域取决于目标需要；第二，有效性取决于对模型性质的理解程度；第三，隶属度确认有主观成分。

面对复杂系统，人类在认知、描述上都面对难题。约翰·麦吉的《股市心理博弈》中的“新老地图说”给笔者留下了深刻印象。麦吉认为，投资者借助概念来思考、交流、决策，但概念本身有时并不代表所指事物，“你为某种事物所取的名字并不代表该事物本身”。认知心理学对借助概念思考，称之为“表征”，这也可理解为麦吉的“地图标志”。“这里，我们总结一下几个应该引起重视的方面：第一，事物在我们头脑中的反映，并不是客观存在的事物本身。第二，地图所描绘的事物，永远不可能像它所描绘的客观存在的事实那样详尽而准确。第三，有的地图比另一些地图更为详尽，但究竟哪类地图适合你的特定需求，则取决于你的目的，也就是说，你手上的工作地性质对于地图都有具体要求。”[⊖]。原因有以下三个：第一，概念具有客观性，也具有主观性，概念并不能全面、准确地反映事物本身。第二，越抽象的概念，主观性成分越多，客观性成分越少，尤其是在人们作出解读之际，会得到不同结果。说到大象，大家都有一致认知；说到“幽灵”，每个人头脑中都会出现不同画面。股市说到价值，10 个人恐怕会有 12 种解释。第三，证券市场存在时变性，处在不停的演化之中。麦吉主张地图要保持不断地更新，股票的地图必须定期更新，否则概念与所代表的事实不一致，会导致决策错误。笔者自小学开始就生活在北京市海淀

⊖ 约翰·麦吉，《股市心理博弈》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区的海淀镇附近，过年之际那时还有“厂甸”，类似集市。到目前，这整个海淀镇踪迹全无。如果旧地图不更新，就只能借助能实现时光折返的“时光隧道”了。

初读麦吉“概念地图论”之际，感觉与股市中的某些体验契合，结合复杂系统理论之后，有了更深一层的理解。了解了自组织性概念之后，就更懂得这些概念、方法不得不与时俱进。

下面介绍证券市场模糊性及其后果。第一，股票市场一系列重要、核心的概念存在模糊性，这些概念定性、定量的内涵、外延边界不清，值域宽泛。第二，系统内部关系、交互作用模糊。独立变量众多；各变量动态组合众多，各变量作用权数不固定，因情境而变。第三，系统变量之间关系量化模糊。对系统行为量化困难，导致股票价格系统行为的可检验、可观测性不足。第四，系统整体综合作用的结果模糊。系统越复杂，模糊性越大；系统因素越多，综合评判便越模糊。第五，开放性、动态性决定了系统状态的时变性。时变性越强，模糊性问题便越突出。且存在时变性，系统状态因时而异，因情景而异。

1．核心概念模糊，内涵外延边界不清，量化困难，值域宽泛

一系列核心指标存在模糊性，包括股票的价值、价格、风险、流动性等。核心概念的模糊性会造成分析体系的混乱与分析方法有效性的降低。证券市场的分析手段繁多，它基本实现了共产主义理想原则：各尽所能，各取所需。从占星术、易经八卦、技术分析、量化投资，到目前高科技的遗传算法、神经网络决策模型等，都在并存试用。说不清的模糊性为多样化生存提供了空间。

首先，我们观察股票价格与价值之间的模糊性。正统金融理论认为市场有效，只谈价格，不谈价值，二者一致无差别。“一个有效市场是这样一种市场，其中价格与价值相符合。而一个完全有效的市场是这样一种市场，其中价格在任何时刻都与价值相符合。价格只有在新信息出现时才发生变化，而由于有效市场的本质，新信息是不可预测的。由于信息是不可预测的，它的到来将是随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机的，因而生成的证券价格模式将具有随机序列特征。”[1]

价值投资者则强调价值与价格的区别，价值投资者关注的焦点是股票价值变化。强调价值分析有章可循，价格短期变化属随机变化，无规则。

技术分析只承认价格，不认可价值。技术分析关注的焦点是股票的价格。技术分析认为不存在客观的“内在价值”，只存在说不清楚的主观价值。价值是主观的，而股票价格是客观的存在。只存在最好的投资机会，不存在好股票。不能因为股票价格与价值不符就说市场错了。市场永远是对的，股票价格是投资者对相关信息的反应。

多数投资者综合搭配使用基本面分析与技术分析方法，也造成价值、价格概念交错使用上的争议、分歧与混乱。

其次，价值本身存在模糊性。对众多信奉价值投资理念的投资者而言，股票的价值标准，价值评估、估值至关重要，它是价值投资者买入卖出的主要决策依据。然而，从绝对价值到相对价值，从低价蓝筹到高价成长的价值，对价值本身的理解没有固定标准，近乎因人而异，五花八门。“在 44 年的华尔街的工作和研究中，我从没发现哪一种关于普通股票价值或投资政策的计算是可靠的，尽管它超出了简单数学或基础代数的范围。”[2]

现实与金融理论存在严重的冲突。投资学的教科书对价值有明确的定义和计算公式。股票价值是企业未来续存期内所能提供给投资者现金流回报总额的贴现值。教科书也提供标准的股票价值的计算公式。这个公式作为原理、原则尚可使用，但作为实际估值手段使用时，你会发现价值投资最大的问题是价值的模糊性问题，包括时域边界不清，值域过宽，定义多样化问题。关于时域边界不清，价值投资者强调，价值不是一个短期有意义的指标，而是长期能兑现的指标。长期有多长？不一定。可能一个月，可能五年。例如，价值投资者 GMO

---

[1] 小詹姆斯 L.法雷尔、沃尔特 J.雷哈特，《投资组合管理——理论与应用》。

[2] 格雷厄姆，《聪明的投资者》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司主席杰瑞米·格兰桑奉行价格对价值七年周期回归的投资模式。

这里需要介绍一下绝对估值。股票价值的估值指标同样存在模糊性问题。价值投资者面临的最头疼问题是价值估值的困惑。估值有多种方法，有侧重收益评估的现金流贴现法，有侧重资产评估的资产重置法、资产清算法等。不同的方法会有不同的结论。价值评估多用未来现金流贴现法，但现实遇到下列问题。一是现实中股票价值估值，涉及未来收益现金流的预测，这种预测很难准确，两年以上误差的量级近乎不可接受；二是折现率取决于时间价值、机会成本、无风险收益，这些都极不确定；三是永续存期时间选取，选 3 年、5 年，还是 10 年，差别巨大。第四，模型对数据高度敏感，小的误差会导致大的错估。现金流贴现模型能计算出一个实实在在的股价，但是过低的正确率也是不争的事实。失准股价的预测严重影响了贴现现金流的有效性。

现实中多数人不采用绝对估值投资方法，而是采用相对估值投资标准。相对估值标准会因情境状态变化而变化，价值中枢与整体参照系随之调整。此类调整难以事前判断。此外，股票价值、公允价值不存在绝对标准，是一个宽泛值域，而不是一个固定值。该值动态变化，存在模糊域，具有主观性。

例如，众多分析师经常使用的股票价格“估值合理”一词，就属高度模糊的语言。何为估值合理，从价值股到成长股，各类股票，市盈率估值从 6 到 40，都可找到估值合理的评价。不仅如此，随着市场投资者整体乐观或悲观情绪的变化，“估值合理”的标准也随之浮动。股票价格变化，一类在业内被称之为“业绩驱动”，另一类则被称之为“估值驱动”，即由于市场投资者整体乐观或悲观情绪的变化，引发“一致预期”，引发估值共识标准的提升或降低。此外，静态市盈率 20 可被策略师评为估值合理，其上下浮动 5%，也属估值合理。总而言之，基于其值域过度宽泛，词义高度模糊，“估值合理”本身的有效信息不足。

风险概念本身有一定的模糊性。

第一，定性方面而言，风险经常与不确定性混淆。此外，风险概念的模糊性使许多人不能区分既定随机事件孕育的过程风险与结果风险的重大区别。人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们通常仅重视作为已发生的风险的结果，却忽视决策过程之中存在的风险暴露、风险敞口大小问题。原因之一是风险概念模糊。

第二，风险度量模糊。度量的精度通常用 0～1 之间的某数值来表示。风险发生的可能性，一般用随机事件的概率、频率衡量。社会随机事件通常只宜用主观概率衡量。风险的重要性一般用期望值表示，用可能的量化的后果衡量。一般风险的计量公式=风险发生的可能性（概率）×风险导致的后果。公式没毛病，问题仍在于执行度。在实践执行中，两个基本参数，其准确确认十分困难。期望值计量，涉及多项概率与所对应的多项结果。期望值=概率值×结果值。在实际决策情境中，不仅概率值模糊，结果值也模糊。结果的不确定性表现在：多种结果（结果的范围）；大多数决策的可能的后果变化范围很广，不是一个点，而是一个范围。决策与风险测度中“范围”才是重点。“我们在并不知道各种可能结果概率的情况下经历着真正的不确定性，因为我们根本就不知道所有可能的结果是什么。认识到我们是多么无知，可以使我们作出更好的决策。”㊀

风险绝不是可精确测度的数值，人们通常用高、中、低排序来度量，无奈地、替代性地采用相对估值的方法。恐怕对可能性最好的评价是这种非量化的方法分类。结果影响度的评估也是如此。

第三，风险的另一来源在于目前信息集无法预测的“不确定性”，属未知且“不可计量的不确定性”。2008 年美国次债危机引发了国际金融危机，造成了空前惨重的金融资产损失。多种原因汇集引发次债危机，包括监管缺失、过度杠杆化交易、信用过度扩张等，但传统风险理论及计算方法存在重大缺陷无疑是基本原因之一。各类创新的金融产品都经过设计部门、审查部门、评估部门各类专家及金融工程专家的精心风险测算，结果是人算不如天算，出现如此惊天动地的纰漏，金融风险固有的模糊性也难辞其咎。模糊性意味着精算必是误算。

㊀ 埃德加·彼得斯，《复杂性、风险与金融市场》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2．系统内部关系、交互作用模糊，系统变量之间关系量化模糊，系统整体综合作用的结果模糊，决定了股票投资决策依据存在模糊性

（1）股票投资决策依据模糊。预期、预测、事件概率评估是股票投资决策的基本程序和依据。股市的可预测度，与投资者决策依据可容忍的误差度不匹配，是造成股市不断波动的基本原因之一。

第一，企业盈利预测的模糊性。对企业现值的评估至少要涉及公司未来 3～5 年收益的预测，这部分预测的可靠性、精确度、可预测性、可计量性等问题都是基本面分析时面对的难题。估值涉及企业未来、预期收益能力的评估。大师费雪早就指出，这种评估只能是大致的、轮廓性的、模糊的、非精确性的。

不仅投资者、分析师，甚至特定公司管理层本身也不能准确地确定公司两年以后的每股收益。况且不同类型的公司，即稳定类、成长类、周期类的公司，其收益稳定性也存在显著差异。估值一般采用未来 3～5 年的预期收益或企业现金流。这些又涉及大量独立变量如何变化的假设。股票定价过程是动态的预测、竞猜过程；模糊性导致可预期性、可预测度，与决策依据要求可靠性程度的可容忍度不匹配，导致预测误差经常大于可容忍度，或高于、低于预期是常态；投资者对不符合预期通常作出非线性反应——过度反应。过度反应属投资者对环境特征——不确定性、模糊性、适应性反应的一部分，是复杂系统内部系统因素非线性相互作用的一部分。

第二，概率自身的模糊。人们作决策时经常讲其决策依据是判断某事件的发生是大概率事件或小概率事件。此话从表面上看很理性，很有科学依据，实际是自欺欺人。小概率事件尚有明确定义，一般是指发生概率低于 5%或 1%的事件。但“大概率事件”是非常模糊的。从 55%到 99%都属大概率事件。依据概率原则，如果认为一件事发生的概率为 50%，就意味着对此随机事件的认知基本为零，属高度不确定。证券决策涉及的多为主观概率，对于决策者而言，将各类主观感觉转换成数量评估属常态思维方式。但这种转化过程基于客观状态的模糊性、非精确性，基于决策者信息获取的有限性、片面性，对同一事件，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同决策者的主观评估值会出现极大差异。

（2）新闻效应与易得性偏差。笔者感受颇深的是 2009 年的美国之行。出发前有几许忐忑。当时 H1N1 禽流感的流行，美国尤甚，出发之前，新闻不断报道美国人排队注射疫苗，且由于疫苗供应不足，一些人不得不暂时放弃注射。然而，到美国看到的却是一切如常，没有任何禽流感造成的惶恐。事毕反思，对此事件最大的感受是新闻造成的主观错觉。新闻造成错觉有必然性。新闻之所以是新闻，在于其反常。狗咬人不是新闻，人咬狗才是新闻。股市中不少新闻被过度解读，导致的股价异动也含有此类误读、误导成分。

（3）概率决策实质属模糊决策序列。对可能性量化的困难和通常存在的问题具体如下。第一，可能性空间计量问题。物理学用“相空间”状态描述决策面对的各种可能性分布，很严谨、清晰。但实际决策情境并非如此清晰。可能性空间也模糊，非静态，存在时变性和未知事件。塔勒布认为，在不确定性条件下，人们在决策中估计可能性，错误比例超高。在实际生活中，你不知道概率，需要去发现它们，而不确定的来源是不确定的。在赌场色子是可以计算点数的，在现实生活中，由于你不知在掷多少个色子，因此无从猜测它的点数。第二，决策模型仿真度因过程黑箱、机理不详，有效性大打折扣。决策所依据的关系模式，推理逻辑，系统内部要素、子系统之间相互作用关系存在模糊性。系统越复杂，模糊性越大；因素越多，综合评判越模糊；动态的时变性越强，模糊性问题越突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

股市预测悖论之谜

语录：

"预测常常告诉我们更多的是投资者的想法，而非未来的真实情况。"

巴菲特

经验之谈：

合理预测不是无偏预测，而是含有误差率的预测。只有牢记股市不可准确预测，才能对股市作出合理预测。

这里要先介绍一下股市预测悖论。一方面，充斥在我们身边的声音是：几乎所有大师都在强调股市不可预测。另一方面，则是各类经济、金融的组织，政府机构，投资公司，都持续、定期地发布经济预测、股市预测、企业的盈利预测。这已构成投资机构严密投资程序中不可或缺的组成部分。这类预测已成为存在百年的职业。

肯尼斯·阿罗是美国著名的数理经济学家，与约翰·R.希克斯共同荣获1972年的诺贝尔经济学奖。阿罗对风险管理有创造性的贡献。阿罗在第二次世界大战期间，有数年做空军气象播报员的经历，该经历加深了阿罗对客观世界不确定性的感知。从军期间，某部门被指定提前一个月提交气象预报，但是阿罗和他的统计员发现，他们的长期预报像从帽子里抽号码一样糟糕，预报员也同意这一点，于是请求上级长官取消这一任务。但长官的答复是：将军非常清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

楚预报情况不好，然而，他需要预报来制订计划。

对投资者而言，预期、预测是投资者的刚性需求。预测，是应对不确定性的基本手段之一，是决策的必经环节；预测来自股票按预期定价以及这类决策流程、环节的刚性需求。

在这里，将军与气象预报员的关系有点类似证券市场中，研究报告的买方与卖方的关系。买方=将军=机构投资者，他们对股市预测存在“刚性需求”；卖方=气象预报员=分析师与独立研究机构，则倾力为之，制造“预测”。尽管有股市预测的刚性需求，但市场总是供不应求，始终存在令人瞠目的供求缺口。每年年终账面结算之际，尤其是股市处于熊市、投资者普遍亏损之际，常引发舆论对分析师、研究机构年初普遍预测不准的指责、嘲笑。事实上，这是职业悲剧——如果你每年都回头做一轮检验年初股市预判的功课，确实能发现“个人”及不少机构的预判“错得离谱”。

股票投资大师大多赞同一个观点——股市不可预测。格雷厄姆对昔日华尔街业态的描述至今栩栩如生：“在华尔街，人们除了预测股市的运动，还花大量的精力选择一些在较短时间内价格可能会比其他‘做得更好’的股票或工业群。尽管这个努力似乎是合乎逻辑的，但我认为，这种尝试不适合真正的投资者的需要和性格——因为这意味着他将要同从事这一工作的许多股票交易商和一流的金融分析家竞争。就像其他把价格波动看得比固有价值重要的行为的结果一样，进行这一尝试的人绝大多数最终或是有所损失或是盈亏两抵。”㊀

《趋势跟踪》也认为，股市不可预测，股市趋势只能跟踪，趋势投资者是趋势跟踪者，而不是趋势预测者。价格存在趋势性运动，且可以设计一套规则判断趋势，但分析师过于专业化，并不能预测整体、全局、综合作用的结果。趋势是不确定性的减少与消除。趋势跟踪，是以整体作用的结果为导向，该结果不可预测，只能跟踪。

㊀ 格雷厄姆，《聪明的投资者》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市预测主要涉及下列类型：宏观经济预测；行情预测；企业收益预测。

（1）宏观经济预测。短线预测相对可靠，长期预测是猜想。这由复杂系统的性质——非线性所决定。越长期，越不靠谱。时间越长，假设越多，预测越不准。假设条件与实际发生长期存在不符。

（2）行情预测。几乎在每个时点分析师都会提供多种多样、相对一致或相互冲突的股市预测。每种预测都有自己的逻辑和理由。通常其逻辑没问题，而是数据与假设有待事实验证。按笔者的理解，每种意见都在描述一种可能性。多种预测在描述多种可能性，它令投资者无所适从。

（3）企业收益预测。预测的核心指标之一，是企业未来收益预测。从国外的实证分析数据来看，该类预测有以下特点。第一，准确性随时间递减。时间越长，误差越大；时间越短，误差越小。第二，误差缩小在于预测是动态的，分析师在不断调整预测；第三，平均误差值偏大，整体准确率接近随机水平。2008 年，兴业银行数量研究部鲁伊·安图内斯对市场分析师的短期预测能力进行了研究，经历了两年的调查研究才发布结果。结果与我们相信的相去甚远。24 个月的平均预测误差在 94%左右，2000—2006 年间，12 个月的平均误差在 45%左右。

成长股开山大师罗·普莱斯在《选择成长股》一书认为，无法对一家公司的前途作具体预测。“没有人能看到 3 年后的情形，更别说 5 年或者 10 年。”巴菲特则说，模糊的正确好于精确的错误。

大师普遍持股市不可准确预测的观点。直接的道理很简单：如果某些人能持续、准确地预测股市，那他必能快速地吸纳、聚集股市财富，造成市场崩溃。股市的价格发现功能实际靠投资者依据有限信息竞争性定价，靠不断的试错、纠错式的定价机制完成。不可预测既是股市的基本特征，也是股市无法被固定模式解析的生存密码。股市操作属雾海行舟，在灰色盲区奔走。

造成错误的原因可列出多种，重要原因之一是基于“标的”自身的复杂性。即使天气预报的科技手段已有长足的进步，但到目前为止，超过 14 天的天气预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报仍属参考消息，人类仍只能对天气作有限预报。股市与气候同属复杂混沌系统，一样不可预测。

笔者认为，支持大师观点的理论依据，是基于股市属于复杂混沌系统这一客观身份认定，基于用过去推导未来存在三大缺口，这三大缺口构成“股市不确定性原理”。

按照决定论的逻辑，事物皆属“机械钟”世界，存在预先决定性和可预测性。对于简单系统，完成一项准确预测需具备下列条件。第一，有明确的预测目标、预测内容。第二，能够精确把握事物（系统）的初始条件，精确把握系统初始状态（完全信息）。波普尔强调精确预测的存在依赖于是否符合“可估算性原则”：“鉴于我们对于预测所要求的精确程度，它必须使我们能够计算足以使我们得出具有所要求的精确程度的预测的初始条件的精确程度。我把这个要求称作‘可估算性原则’。”[㊀]第三，存在可靠的预测模型（相关事物变化规律、关系模型）。决定论者曾列举了一个极端例证：一块山石受外力推动，从山顶滚落，其最终落点是可以被预测的。按决定论者的观点，只要有充分、精确的动态信息，依据力学原理，可预测石头落点。这个理论、模型、逻辑都没有问题，但实际无法执行。无法执行在于：现实决策不具备实施这种“准确预测”所需的严格条件。

进一步讲，适用于简单系统的方法，并不适用于复杂系统。尤其是股票投资决策，其目标系统已切换到复杂系统应对、不确定情境应对，这种决策情境更不具备实施这种“准确预测”所需的严格条件。用过去推导未来存在以下三大缺口：

第一，存在信息缺口，存在不完全信息。处于初始状态或处于既定决策时点时，对未来状态判断不具备“完全信息”，不具备准确预测所需的有关预测标的充分、精确、动态的信息。卡尔·波普尔认为：“一项计算的结果通常不会比

㊀ 卡尔·波普尔，《开放的宇宙》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的数据的最低精确度更精确。因此，一个预测通常不会比它所依据的任何已知初始条件更精确。”[㊀]信息缺口包括两类。一类是无知导致的信息缺口，它表示既定主体知识储备与信息获取、处理能力的差异；另一类是“不可预期的未知事项”。它是未来时间的函数，是不确定性的主要来源，也是人类的认知盲区。信息不全=可预期不确定事件+无法预期的未来“未知事件”。它涉及无知及未来信息、未知信息。

第二，过去与未来之间的推导存在逻辑链条缺口——仅存在个性化解决方案、试错性方案，不存在普遍适用的含有固定逻辑的预测模型。这是不确定性决策情境的基本特征之二。鉴于股价变化不规则，鉴于单个事件（样本事件）与集合事件（母体事件）之间的代表性差异——行为特征差异，到目前为止，任何投资者都没能创造出股市普遍适用的高仿真关系模型，并据此模型去准确预测股价未来。股票投资不是科学而是艺术，就在于每个单项决策都是个性化、“非标准模型”的产物。

也许有读者会问，分析师的预测、预期都是依据逻辑推导，哪来逻辑缺口？这也就是读者在考察预测合理性时特别要注意的地方。逻辑链条残缺，实际推导中该逻辑缺口出现多种强制替代品，包括多种推理形式，有不确定性推理、模糊推理、假设推理、缺省推理、定性推理、启发式（经验模式）推理等。其一，最经常使用的是假设推理，如果假设条件不具备，推理也不成立。逻辑缺口靠假设填补。其二，缺省推理。它即依据不完全信息推理。信息不充分是不确定情境下决策的不可规避约束。承认多元逻辑相互作用，但具体关系模式并不确定。

第三个缺口是时间缺口。预期、预测与实证之间的差距，实质是时间序列中“过去”与“未来”之间时间缺口决定的差距，就是不确定决策情境之基本特征——“有限信息”、“存在的信息盲区”与事后“充分信息”之间的差距。

㊀ 卡尔·波普尔，《开放的宇宙》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像塔勒布说的，“我的一生都在研究过去与未来之间的巨大差异。”[㊀]。这种差距的存在是常态的，是“不确定性”存在的证据与作用。

巴菲特大师这样解读股市预测：“预测常常告诉我们更多的是投资者的想法，而非未来的真实情况。”

市场有效理论包括：股价波动属随机波动，不可预测；股价本身已反映全部相关信息；股价变化是对新信息的反应。

趋势跟踪者的观点认为，股市存在黑箱理论，是多因素、非线性综合作用的结果，单因素模型、单学科框架无法作出正确预测。确实，市场是各种力量综合作用的结果，预测很难准确评估这种综合性结果。

技术分析派认为，股价行为模式有重复性，重复就可预测。

笔者认为，股市可不可预测的争议，通常源于问题的混淆，有必要区分合理预测与确定性预测。真正的分歧不在于市场可否准确预测，而在于股市的主要趋势、基本运动方向、大致幅度是否可以合理预测。

仅依据过去，不能准确推断未来。如前面“股市不确定性原理”所述，其间存在三大缺口。实战中这三个缺口，靠预期、猜想、试错性抉择来弥补。这种预期、预测必然包含主观猜想成分，包含差错率。不可预测与刚性预测需求，只能靠试错性预测连接。投资者要建立一个理念：合理预测不等于无偏预测，要区分确定性预测与合理预测的区别。悖论之解在于：预期、预测是股票投资必要的流程。没有确定性预测，但有合理预测、预期。世界并非不黑即白，不存在准确预测，但存在含有可接受误差率的合理预测。不确定推理所得出的结论仍有不确定性，但程度不同，关键在于不确定程度是否达到投资者可接受的值域。

投资者对股市预测存在刚性需求，这种需求创造了股票分析师职业，创造了“股评家”的职业。股票投资靠预期决策，预期实质是一种股价预测，这是

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资决策的必经环节。股票决策过程对股市预测存在"刚性需求"。尽管如此，令人啼笑皆非的一条最终结论是：只有牢记股市不可准确预测，才能对股市作出合理预测或合理预期。合理预测或合理预期，未必就是符合未来事实的预期。合理预期本身包含预置的差错率。

投资者依据企业预期收益能力对股票定价。对企业未来基本面状况的预期、预测是决策面对的核心内容。准确与否，事关成败。股票价格反映投资者预期，投资者需要依据不断调整的预期，对企业进行评价。股票估值也是一种预测，是依据各类资产收益率比较及价格围绕均值的历史统计分布，对价格未来落点的预测。

分析师必须作出合理预测方可生存。但合理预测，仅属于有限预测、定性预测、模糊预测。合理预测一般提供一个相对确定的值域范围，是减少不确定性、模糊性的一种方法。如果一个系统下一步状态不由前期状态所决定，就可说该系统是随机的。随机系统是动态系统，无法准确预测；只能运用概率和统计方法执行某种程度的预测——有限预测、模糊预测，但不可能作精确预测。

预测是应对不确定性的一种方法。只能减少不确定性，不能消除不确定性。

分析师预测的方法大体如下：第一，经验法则预测，它主要应对结构重复决策情境；第二，统计预测，它依据历史统计数据预测；第三，因果逻辑预测；第四，金融模型预测；第五，德尔菲法法则，即专家小组预测。

市场存在可预测情境。可不可预测，涉及股市复杂性与清晰度问题，在不同的时段，市场状态不同，且差别巨大。市场不同状态属于不同的概率分布状态。

混沌理论认为，系统能否被预测取决于系统所处的状态。混沌系统状态处于动态演化之中，演化过程中可能会呈现五种状态：有序、无序、混沌、反混沌、自组织临界状态。不同状态可预测性不同。有序状态，可定性预测、短期轨迹预测；无序或反混沌状态，不能预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按芒格的说法，关于股票合理定价问题，“我们从来没有解决这个难题。在 98% 的时间里，我们对待股市的态度是保持不可知状态。”㊀

要区分短期预测与长期预测。第一类，短期预测，它需要把复杂分解为简单，得知确定性关系，并依据有限的短期把握非线性关系，进一步作预测。第二类，长期预测。它属定性、定序预测。例如，让你预测出租车驾驶员未来 10 年后的收入水平。具体数量难测，但如果把命题转变为收入高低的社会排序，10 年后出租车驾驶员收入水平排序可能更低。这种内容可预测性高，确定性高。再者，关于股市未来的大致方向、趋势，某些阶段市场复杂度低、清晰度高，具备可预测性，例如，股市遭遇“黑天鹅事件”打击，大盘已下跌 50%，即使大盘还可能下跌 10%，但大盘日后将由均值回归力量主导已属可预测的事件。然而涉及股市的某些具体点位——底部、顶部、拐点，则属不可预测。价值投资重点作定性预测而非定量预测。

部分投资者，包括部分专业分析师的误区之一，就是分不清哪些可预测、哪些不可预测；哪些领域可作量化预测，哪些领域不可作量化预测。涉及股市拐点的具体时间、点位的预测，非人力所能为，这种预测还是不作为好。股市的底部、顶部、拐点均由随机事件创造，事先不可预测，只能事后确认。问题不在具体数字准确与否，而在这种思维方式妥当与否。要敬畏市场——人算不如天算，不要一相情愿地用自己的如意算盘算计市场、预测市场，而是要适应市场，像企业家一样审时度势，利用收益与风险出现错配的机会获取投资收益。

股市存在预测盲区，股市的后验性特征如下。股市绝大部分时段不可被准确预测。敬畏市场之不可准确预测，在于投资者决策之际，要对未来存在的“未知事件”留出预置空间，为自己可能的预期差错留出空间，要为股市存在“后验性特征”留出空间。要牢记在大多数情况下，投资者只能了解相关真相的一部分，只能了解事件演变机缘的一部分，只能依据部分、不充分的有效信息作

㊀ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策。

复杂系统具有随机性特征。如果一个系统下一步状态不由前期状态所决定，就可说该系统是随机的。随机系统是动态系统，无法预测；只能运用概率和统计方法执行某种程度的预测，作有限预测。尤其是股市操作学上的要点——顶部、底部、拐点，它们是随机行为与随机信息创造出来的，事先并不存在，也无法对其作出确定性预测。对既定的现实的决策时域，如顶点、底部、拐点，这些具体点位永远是盲区，它们主要由未知事件、非线性行为、非因果关系所编制。

股市存在后验性在于：股价不规则变化存在过程、机理盲区。不仅投资者行情判断模式中焦点变量权数变化存在后验性，而且投资者估值参照系时变移动也存在后验性。这些权数、变量的变化是投资者整体共识变化的结果，而非单个投资者预期变化的结果。这些变化通常只能靠实际观察值、特定指标检验完成。属滞后指标、事后判断。

市场存在相变。相变的特征即累积性突变、跳跃、非连续。但相变不能靠预期识别，而靠实证指标识别。识别呈滞后性，而且基本状态之间的界限不清晰。以 2010 年—2011 年的周期实证为例，分析师一般的观点为，经济处于经济复苏周期，或大周期复苏，小周期回落；最后实证是回落阶段。理论推导与数据验证经常相悖。最后被归于政策干扰与周期错乱。

如果认定市场属于熊市，减仓是最正确的方向。任何时候减仓都正确。但牛熊转变过程并不清晰可辨，多数都是在多空争议中事后被证实。2008 年年初，大家还在谈论如何应对牛市下半场，年末时大家才发觉年初时已属熊市上半场。

综上所述要正确评估预测。

第一，合理预测不等于无偏预测，它是包含误差率的预测。预测终归是一种有依据的猜测而已。例如，《笑傲股市》要分析该行业或该股票数位主要分析师对其收益的预测报告，获取一致预期，幅度越大越好。

第二，不可预测与合理预测的差别及意义在于它提供一个必要的决策参照

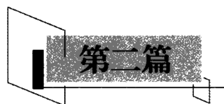
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系。它的意义在于“聊胜于无”！投资者的决策需要依据一个参照系，而现实决策中，尤其是复杂决策属非标准化、非模式化的决策，投资者失去了决策参照系。无论客观条件是否具备，决策者仍需要创造出一个参照系，需要一些预测，即使它不精确。

第三，合理预期、预测是个持续的过程，是个不断反馈、调整的过程，不是单次结果。对股市的预测，要多指标交叉验证；要动态修订；要防止主观臆断。重点考察其预测依据而不是预测结果，尤其是出现较大预测分歧之际。一般预测要么依据现有信息，要么依据假设条件进行，绝大多数是直线式预测，违背了股市的性质——具备不确定性及非线性变化。

第四，对预测本身要作出可靠性评估，也要作“组合式预测管理。”评估的重点是预测的依据，包括假设、推论逻辑、基本模型、关键数据。组合式预测管理，重点在于考虑一组预测，而非单一的一项预测。一组预测的构成通常包括：最坏情境；最好情境；最可能出现的情境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



思维模式转换

——复杂世界与多元化心智模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

股市复杂性与认知模式转换

语录：

“我们都巡游于自己特定的逻辑地图之中。”

比尔·威廉姆，《证券交易新空间》

经验之谈：

确定性与不确定性世界认知模式不同。确定性世界的认知可通过知识传授，通过知识的演绎、应用；不确定性世界的认知只能遵循科研型认知模式。

1. 确定性与不确定性决策情境——两个截然不同的世界

从小学开始，我们接受的大都是知识性、规范性、因果性、必然性等确定性的思维模式的灌输与教育。在日常生活中，不确定性与风险是同义词，除非别无选择，人们一般决策的基本原则都在尽可能地规避风险，规避不确定性。人们习惯于确定性思维，低频率地同不确定性世界、不确定性决策情境打交道。

然而，证券市场众多的投资者通常都没有意识到，只要涉及证券投资决策，你就已步入混沌复杂决策系统，步入面对不确定性约束之下的决策情境。证券投资决策的本质特征之一，就是属不确定性情境下的复杂决策。换成另一套语言描述，这又是模糊信息、模糊机理情境下的模糊决策，你可能面对非预期的负面的决策结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这两个截然不同世界的进出边界，证券广播系统日复一日、例行公事般地提示投资者："股市有风险，入市须谨慎"。事实上，初入市的股民，多数是在牛市、在股价长期持续上升期间蜂拥入市的，国际国内普遍如此。这批投资者短期内看到、体验到的是收益大于风险，并不能理解风险提示的含义。2009年中旬，笔者的一位朋友与几位入市时间不长的煤老板沟通、交流。这些煤老板入市几个月，资金就增值20%～30%，账面上获利几千万元。大谈股市之好，第一，来钱快；第二，不用交税；第三，没有安全事故。这种状态、心态本身就是极大的投资风险。即使笔者的朋友反复解释，股价存在很大的非预期波动的风险，老板们不以为然，也不解其意，一脸茫然，似乎是有人在试图讲解：发财是风险。人们初期的入市体验与风险警示高度相左，当他人告知其风险时，反而像拦人财路。事实就是这样严酷。

如果我们分别请在6000点与1700点入市的这两批人来谈股市体验，你会听到有天地之差的两个版本。6000点入市者将至少体验数年，甚至5～10年大幅负收益的历程，这些投资者会得出这样的结论：股市是绞肉机，黄世仁进去，杨白劳出来。2012年中国超级熊市也激发超级黑色幽默，笔者在网上所见芮成钢提示成为百万元大户的十大途径，前九条不表，第十条最为精彩："自带一千万元入市"。1700 点入市者的短期结论则是：股市是印钞机，随便买什么股票都能涨20%～50%。股市短期经验与长期经验所得出的投资规则差别巨大，许多结论甚至截然相反。对成熟的投资者而言，股市中某段时期如果你的投资获得暴利，你反而要加倍地谨小慎微：暴利本身就在预示高级别风险的临近，高收益意味着你（好运）可能透支了其他期的平均收益，相应风险正包装着各种诱惑降临。"江湖上混的，总是要还的"，就包含这个周期循环、均值回复的原理。未金盆洗手、终生退出股市之前，一切股市资产都是账面浮动定价，并非最终结局。

要转换思维模式，首先要了解简单决策与复杂决策的区别。简单决策的特点是系统内因果关系明确，所观察事物之间的相互关系明确，其未来状态的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化具有确定性，可预测。从决策管理类型的角度划分，具有上述特征的决策情境属简单决策。一般用知识、定律、惯例便足以应对。

然而，简单系统的分析方法、思维模式，并不适于解决复杂系统问题，并不适合应对复杂决策情境。从简单决策到复杂决策，从简单系统到巨型、混沌、复杂系统，从应对确定性世界到应对不确定性世界，必须跨越一道无形的高深的壁垒：投资者不得不面对如何理性应对不确定性世界的决策问题，面对建立一套完全不同的行为规则来适应复杂决策情境的问题。这就是思维模式转换问题。在不确定的条件下大量决策偏差产生的原因"在于投资者秉承的决定论的心智与概率性、不确定性环境之间的遭遇和冲突"。㊀

思维模式转变决定决策行为模式转变。

思维模式代表一套系统的基本的思维规则。无论新老股民，其成熟与否的重要标准不在于股龄长短，而在于是否完成应对不确定性世界所必须经历的思维模式、行为模式转换。是否完成此项思维模式的转换，是证券投资者成熟与否的判别式。投资者决策新规则的建立过程同时就是完成思维模式转换的过程，就是完成从确定性思维模式到不确定性世界的思维模式的转换过程，即从线性到非线性、从必然到或然、从因果到概率、从单元到多元思维模式的转变过程。

股民初期所犯的大量错误，如"价格控制幻觉"、"过度自信"等，这些行为金融所描述的一系列频繁发生的认知心理偏差、投资陷阱，常常与误用确定性思维模式处置不确定性决策有关。投资者从某些片段常识或经济学、金融学原理出发，认定某些股价应该如何如何，必然如何如何。殊不知事情远非如此简单。有些低市盈率股票价格长期呆滞，有些高市盈率股票还创新高。国内外股市都有一个趋同的故事梗概：在其他事业上取得成功的人士，在转战股市的前期阶段，通常比一般人士损失更为惨痛。其原因就在于过去其他领域的成功助长了投资者的高度自信，这些高度自信者更易被说不清缘由的随机性与不确

㊀ 丹尼尔·卡尼曼、特沃斯基，《不确定情境下的判断：启发式与偏差》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性所重创。有研究者已从史料找出佐证：物理大师牛顿、写作大师马克・吐温，这些超级大师股票投资的战绩惨不忍睹。归因而论，这不是投资者智力高低问题，而与投资者必须经历的试错过程、思维模式转换过程有关。基于思维模式转换过程的复杂性，对众多投资者而言，转换过程注定是个高差错率缓慢减低的过程。在很长的时间内，投资者不会理解人们为什么总是讲证券投资不是一门科学，而是一门艺术。证券投资能力并非能由书本传授，而靠经验积累、沉淀，靠的是专注求索与心灵感悟。

初入市的股市投资者要转变为成熟的投资者，不得不经历漫长的试错期。这个试错期经验数据表示为 8～10 年之久。

就类型而言，存在主动与被动两类试错过程或思维转换模式。前者借助他人经验或师傅传授，或参加专项培训，或请投资顾问，主动试错；诚如瓦伦丁在《证券分析师的最佳实践指南》所言：这个行业的特点，“还有点儿中世纪学徒制培训模式的意味。CFA[㊀]资格认证也非从业之必需凭证”。后者则独自开垦蛮荒之地，凭感觉而行，被动试错。二者有差别显著的试错成本与试错期。主动，而非被动实施思维模式转变，对股票投资者尽快缩短漫长的试错期至关重要。正确地提出问题始终是正确地解决问题的前提。降低试错成本的首选之道，就是投资者要对思维模式转换的重要性有充分的认知，并主动实施思维模式转化工程。然而，到目前为止，这个问题并没有引起人们足够的重视，一直处于“潜伏”状态，一直被传统理论所忽视。按传统投资理论的理性人假设，投资者已自动更换思维模式，一切尽在不言中，投资者能自动“理性”地适应复杂决策环境。这是个代价昂贵，甚至可怕的假设。一句古诗精绘了这番情境：盲人骑瞎马，夜半临深池。问题的埋没意味着盲区，盲区对很多投资者意味着雷区。

即使对专业投资者而言，也仅仅是部分人能主动实施思维模式转换，主动调整思维规则来适应“不确定性世界”。非专业投资者则大部分经历的是被动式、

㊀ 注册金融分析师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撞墙式、受迫式的转换过程。这是漫长的高成本的试错过程，堪称股民成长的烦恼。

2．确定性与不确定性世界——两种截然不同的认知模式与认知过程

确定性与不确定性世界，其认知模式、思维模式、决策模式遵循完全不同的规律与处置规则。二者的转换过程就是股市投资者从不成熟到成熟的转化过程。通常，这是个漫长的甚至不能终结的过程，是个经验到规则升华、转换的过程。是个从投资的单项规则建立到局部规则、系统规则建立的过程。

首先，确定性与不确定性世界认知模式不同。确定性世界的基本认知模式可分为两种。一种是科研型认知模式，另一种是大众型或传承型的认知模式。

其一，科研型认知模式，它主要遵循下列认知路径：现象观察；现象聚集，按属性分类；对同类现象作出本质关系概括，得出结论——假说、规律；通过重复试验或演绎应用，对结论实施验证，或证实或证伪等。通过归纳法，从特殊到一般，得出事物规律、因果律，可作为知识传授，应用；再通过演绎，从一般到特殊。

其二，大众型或传承型的认知模式。这种认知模式的特点是只需记住结论，记住知识，不必追溯其形成的原理与过程。它遵循基本路径如下：通过家庭、学校教育，传授、传承获取知识；通过演绎运用知识。它与科研型认识模式的重大区别在于：大众型认知模式属“傻瓜相机”类的认知模式，它不强调亲历性，不强调了解认知原理与认知过程，只强调获取认知的成果及如何演绎应用。在确定性世界，知识、规律是放之四海而皆准的真理。你只需知道太阳每日从东方升起，你不必深究太阳为何从东方升起。

与确定性世界的认知模式不同，不确定性世界主体的认知模式都是科研型认知模式，而非大众型认知模式。无论对专家、对大众，还是对专业、非专业证券投资人士，均是如此。

确定性世界的认知可通过知识传授，进行演绎、应用。知识代表规律，是放之四海而皆准的真理。对不确定性世界的认知则不然，它遵循另一套截然不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的规则，有时甚至是与人们直觉背道而驰的思维规则，这就是归纳推理、多元逻辑推理，或概率逻辑推理的思维规则。

不确定性世界属复杂系统。复杂系统之复杂，在于其运行轨迹不规则。就股市而言，则表现为股价的随机波动。随机，意味着非模式化、非标准化；意味着“知识止步”、“定律失效”。股价并不能简单地用价值规则解读，对其深度解读，还需要理解股价为何会大幅度，甚至数年背离基本价值。作为在校学生，头脑中映射的世界都是由知识所灌输的清晰有序的世界，高度简化、理想化的世界。现实中的不确定性世界其主导作用的力量是难以言传、需体验才能感知“隐秩序”。对这种不确定的复杂环境系统的认知，只能以科研型认知模式为主体。旧行为规则——决定论行为规则的扬弃及每条新规则的创建——依据概率行为规则的创建，都靠投资者参与投资实践，靠投资者经验积累，靠逐步确认对各类投资规则“置信度”来完成。复杂适应理论的创始人霍兰将这种认知模式描述为信用分派机制。其一，决策主体具有对复杂环境的适应能力，表现为对决策规则系统中的规则不断进行比较、修订、选择。这是决策主体获取经验、改变系统行为的机制。其二，新规则的创建具体表现为信用分派机制的实施。每条规则被赋予信用值或适应性强度值。每次应用规则后，决策主体将依据应用结果修改该项规则的信用度或适应性强度。修改强度的过程叫信用分派过程，这又是学习、经验积累的过程。其三，新、老规则在规则库中不断经受检验，修订，以不断提高主体对复杂环境的适应能力。

其次，确定性世界与不确定性世界认知过程不同。

对每个投资者而言，要接受、建立这套思维规则，其亲历性、遍历性、体验式学习过程不可规避。

确定性世界与不确定性世界，二者这种认知模式、认知过程、认知基本路径的巨大差别，是造成投资者试错期漫长的主观因素方面的基本原因。应对确定性世界可凭先人知识的积累获取捷径。不确定性世界的应对充斥复杂性，应对确定性世界的一系列规则已不能解决这些复杂性问题，要创建一套新的思维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则。在一定意义上说，每个投资者都不可回避地要从原生态荒野出发，搜索与创建实现预期投资目标的方法、路径。每个投资者都要经历一番从无到有、有始无终的规则创建的过程。经历一番从原始出发，不断试耕、试种，逐步创建一套投资规则的完整的心路历程，这就是体验式学习的过程。

美国管理决策大师詹姆斯·马奇在《决策是如何产生的》一书中，描述了体验式学习过程的内容：通过直接或间接经验，创建及不断修订、完善决策规则。它包含四个阶段的循环过程。第一，依据经验逐步建立单项、部分、局部到系统的投资决策规则库；第二，针对决策情境，针对情境识别，完成问题界定、决策目标界定；第三，通过特定情境与特定规则的检索、匹配，依据二者的匹配度作出投资决策；第四，依据投资结果评估、修订规则，开始循环。

这里有必要强调经验、规则与规律之间的区别。经验属重复性感知，由一组已观测到的事件构成。感性认识的积累形成经验。经验要有足够的发生频率，有一定的样本量，但其样本量有限，代表性有限。

规则是经验的扩展、升华。规则形成的内容包括：回忆经验；解释经验；扩展经验；评估经验。其过程包括：第一，体验式学习过程；第二，对环境的适应性过程，即依据环境特征，寻求建立合理、有效的应对规则。规则并不依据个案更改，规则比经验有更高的稳定性、解释力。与经验相比，规则有相对充分的样本量支持，是有效性检验。

每个证券投资者无论有意或无意，均依据一定的规则进行投资。其实际使用的方法，客观标志着投资者的理性度、成熟度。投资者依据的投资规则的来源有两条基本路径：复制或创建。初期，投资者会通过学习、复制书本或其他人传授的投资经验与投资规则。例如，初期多数投资者会选择技术分析为主的方法与规则。因为技术分析简洁、通俗易懂、普及度高，具有广泛的通用性，一些术语在股民及传媒当中大量使用。但技术分析有很大的误导性与局限性。其一，技术分析的通用性、普及性本身也注定了技术分析有限的有效性。简单的大家都懂的部分，通用即无用，你懂也没用。高深的部分，除了少数技术分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析精英之外，多数人仍是不懂。其二，技术分析看似简单，实际十分复杂，甚至复杂到近乎无解。技术分析的标的是股票价格而不是股票价值的变化。股票价格的变化远比股票价值变化复杂。二者的差别在于影响股票价格变化的因素众多，远远多于影响股票价值的因素。这些因素中也包括投资者心理因素与情绪因素的变化。越短期的价格变化，心理与情绪作用的权数越大，噪声、随机性因素作用的权数越大。众所周知，预测、度量心理与情绪因素对股价的作用，属近乎不可能之事。对价值投资者而言，技术分析把投资者注意力的焦点引到、锁定在股价变化相关因素方面，这会对认知股价变化的长效规则造成极大误导。

不断的投资挫败会迫使投资者转入心路历程的第二阶段：筛选、创建适合自己的综合性的投资规则，包括技术分析与基本面分析的相互印证、整合。这个阶段按时间可分为两个序列。第一序列：现象观察；将现象按属性分类；概括类别本质特征，提出关系假设与应对规则；重复试验，检验假设，反馈评估规则；循环。第二序列：建立单项规则；建立局部规则；建立系统性的适合自身的投资规则系统。这是试行，反馈，规则不断完善、修订的过程，这是每个投资者必经的不同的投资阶段，是从试错走向成熟的心路历程。

思维模式转换，及新规则的建立主要不能靠传授，要靠体验式学习过程。它要求投资者对股市投资众多类型的案例必须有亲历性、经验性的体验与重复性的总结。试想，一个投资者能完成股市大多数各类案例的遍历性，再附加经验积累所要求的重复式体验，即一个案例要经历一个轮回或几个轮回，这至少需要 3～5 年或以上的时间。此外，股市具有周期性。其一，在周期中，会是同样的信息、同样的微观企业基本面状态，但在牛市、熊市，或常态波动市场的不同情境下，股价表现有极大差别，不经历、体验，则无法认知；其二，股市完整的一个牛熊周期至少 4～5 年。股市有这样一句格言：不经历一个完整牛熊周期的投资者不会成熟。多数人尽管被牛熊折磨两次以上，都没有好记性。

以上仅从主观因素方面测算一般投资者从试错到成熟所需的时间下限。如果再纳入股市复杂性方面的客观因素制约，包括投资者对股市不确定性、模糊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性、自组织性、非线性、综合性的认知与适应，就可理解一般投资者从试错到成熟要经历近乎10年左右的漫长试错期并不新奇。

下面介绍规则与规律的区别。规律存在普适性，可证伪。如果相同条件下不可重复，便可证伪。决策规则强调的是决策所遵循的基本行为准则，具有较强的主观性。规则、准则针对特定的情境才有效。规则具有相对的时变性，随时间的推移而不断更新。规律强调客观、稳定的联系。

3．确定性与不确定性世界——两种不同的推理模式

推理是由一个或几个已知的判断，遵循社会共识的逻辑规则，推断出一个新的判断的思维形式。推理包含已知判断、新的判断和一定的推理形式。

演绎推理到归纳推理或概率逻辑推理的转变如下。确定性与不确定性世界推理模式存在巨大差别：确定性世界主要应用因果推理、常识推理、演绎推理。不确定性世界主要应用归纳推理（概率逻辑推理）或多元逻辑推理。演绎推理的基本规则是用概念组成判断，用判断组成推理的定律。演绎推理有四条基本定律：同一律、充足理由律、排中律和矛盾律。同一律：强调事物只能是其本身。排中律：强调对于任何事物在一定条件下的判断都要有明确的“是”或“非”，不存在中间状态。充足理由律：任何事物都有其存在的充足理由。矛盾律：在同一时刻，某个事物不可能在同一方面既是这样又不是这样。

因果推理认为有因必有果，有果必有因，因果相连，形影不离。演绎推理则假设前提为真，根据前提，按公认的思维逻辑推导，进而演绎出逻辑结果。前提成立，逻辑正确，推论结果也成立。通俗地讲，演绎推理依据的是一般与特殊的关系，是从一般推导到特殊。

人类对不确定性、随机性的规律探索主要使用统计归纳与概率的方法。对不确定性世界所遵循的主要推理模式是归纳推理或概率逻辑推理，而非演绎推理。归纳推理则重在证明特殊属于一般，特殊（样本、个案）就具备一般所具有的行为规律与基本特征。

因果推理、演绎推理与概率逻辑推理在决策过程中的思维规则差别如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其一，演绎推理属双值逻辑推理，概率逻辑推理属多值逻辑推理。多值逻辑是有多于两个的可能的真值的逻辑演算。传统上，逻辑演算是二值的，就是说对于任何命题都只有两个可能的值，真和假。对于概率逻辑、模糊逻辑，排中律失效，不再是两个真值“真”和“假”，而是属无限多值逻辑。概率逻辑、模糊逻辑采用了在 0 对应于“绝对假”，和 1 对应于“绝对真”之间的无限多的值。例如：“明年某地有海战”，这个命题就是个多值选择。它既不是真的，也不是假的，而是真假未定的。

演绎推理基本属双值逻辑推理，双值逻辑推理仅有两个答案：真与伪；对与错。演绎推理更主要是既有知识的运用，不涉及知识创新与增加，适用于确定性世界。确定性世界遵循或证实或证伪二者必居其一规则；概率逻辑推理属多值逻辑推理，属不确定性推理，其结论只是对不确定性的值域作出刻画，仍不能排除不确定性。不确定性世界遵循举证强度确认规则，而非或证实或证伪规则。概率逻辑推理证伪困难。规律、规则检验标准的差别为，每种说法都可以提交一系列切实发生过的事实来举证。各种说法可以对自己的观点作出证实性举证，同时也可以对他人不同的观点作出证伪。

其二，概率逻辑推理属不确定性推理。在投资决策程序化、智能化领域，概率逻辑推理具体化为不确定性推理。用公式简捷表示，不确定性推理=特定符号模式匹配+不确定性计算。特定符号模式匹配，涉及决策模式选择问题，属决策情境类型与决策规则库中相对应的具体决策规则相互匹配问题；不确定性计算，则涉及决策类模式的参数选择问题，对既定决策情境的不确定性度量及各种度量计算方法的定义和选取。在概率逻辑推理中，因果律失效。不确定性推理的结果仅仅是降低了结果的不确定性而非排除了结果的不确定性。其结果仍具备不确定性。

概率逻辑包含模糊逻辑推理。不确定性的计算包含随机性的计算（概率），也包含另一种不确定性，模糊性的推理与计算。模糊逻辑用真实度替代了真值。这些陈述实际上更接近于日常人们的问题和语意陈述，因为“真实”在多数时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候是部分的或不精确的、模糊的。在模糊逻辑中，排中律、矛盾律失效。

概率逻辑也包含缺省推理。不完全信息的出现要求缺省推理。在不确定性决策的过程中，基于不确定性世界处于不断变化的状况，基于决策者决策仅依据决策时点所具备的不完全信息，要填补这些概率推理依据的空缺，一个通常的做法就是根据已有信息和经验作出合理假设，依据有限信息与假设实施推理的过程则被称为缺省推理。

其三，其结论仅是对命题不确定性程度的刻画，并不排除不确定性。概率逻辑思维宽容合理的失败。基于不确定性知识的推理称为不确定性推理。遵循概率逻辑思维，出错必然，但不能出致命之错。出现非预期结果也是常态。

股市时时存在争议，存在不同意见。每种意见都代表一种可能性，只要存在多种可能性，就会存在多种意见。它们都可能发生，只是概率不同。最后要靠时间来证明。大概率事件不会必然发生，小概率事件也未必不发生。合理应对的方法是，依据大概率+动态递延决策。

其四，二者对决策过程合理性认定标准截然不同。应对不确定性情境下的决策，强调“过程合理性重于结果评价”是各位投资大师的基本决策原则之一。决策过程合理化的本质是把适用的决策逻辑体现于决策流程，即系统化的决策行为规则，这包括对决策结果的评价标准。

如果遵从因果逻辑、演绎逻辑，容易导致决策结果至上的评价标准。一旦决策结果不佳，应属错误原因导致的错误决策。但从概率逻辑评价，未必如此。不确定性是股票决策面对的基本情境。在不确定性世界在随机性的作用下，不合理决策可能有好的结果，合理决策可能有坏的结果。仅从结果评价，并不能建立合理的决策流程。

投资者试错期经常遭遇的一些投资陷阱，大多与把适用于确定性世界的思维模式、推理模式误用到不确定性世界的决策有关。一些商业化的电视、广播、财经网络的每日新闻与股评，经常传播这样的误导信息。其主要内容之一，是对每天的日常股市波动请专家作波动归因分析，再加明天的波动预测。恰如一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句外国谚语所表述的状态："每天在提出着愚蠢的问题，并提供着愚蠢的答案"。如果你承认股市短期日程波动大多属随机波动，对随机波动作归因分析乃并不明智。在思维规则上，要理解存在"无厘头波动"，把它当做噪声处理。如果投资者把时间、精力花费在这样的短波动归因分析上，其投入产出结果必定为负。说其误导，不在于具体案例，而在于这些媒体在日复一日地传播、复制、强化一种错误的思维模型、错误的归因思维规则。不确定性世界并非因果律、因果链主宰的世界，而是随机性主宰的世界。应对不确定性世界的主要思维，推理规则必须转换成概率逻辑思维规则。

综上所述，概率逻辑又称逻辑概率，或称归纳逻辑。概率逻辑是一种思维规则，与演绎逻辑不同，它强调的是前提或样本对结论或母体特征值的支持程度、举证程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

多元逻辑思维问题

语录：

“有些事情很复杂，因为那是很多‘学科’共同作用的产物，如经济、金融、心理学等，你可以不在意具体是哪些学科在起作用，但要认识它们是在‘一起’的。”⊖

查理·芒格

经验之谈：

投资者要警惕单元逻辑思维的局限性及危险性。股价是多维力量在时间序列中创造的结果。多学科结合才能对股价波动、不规则运动作出合理解读。

单元逻辑有一定的局限性或危险性。

著名英国哲学家罗素曾以一只鸡的命运，解读归纳法与经验的局限，证明用过去的经验不能归纳出正确的结论，不能准确推断未来。主人养一只鸡，每天喂食喂水。被养的鸡就其每日体验而言，主人待之不薄。数百日之后，终有一天，精心饲养的鸡被送上餐桌。就鸡而言，从每日经验怎么也归纳不出这每日喂食之手，会有一日变成杀戮之手。由这个故事得出的结论是依据有限经验

⊖ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归纳所得出的结果，未必正确。

笔者试图从单元逻辑、多元逻辑，对罗素鸡案例作另一番解读。从单一视角、单一逻辑的角度来看，这是不可预知事件，属非连续的突发灾难。仅从罗素鸡的视角、经验，无法对未来的命运作出合理预期。然而，如果从主人的视角、逻辑，自始至终这都是个确定性事件，因为主人养鸡的目的不是观赏，而是未来食用。我们强调的是单元逻辑的局限。在单元逻辑中无解的问题，在多维世界、多元逻辑的格局中根本就不是问题。

罗素鸡单元逻辑思维范式对股市的启发性意义在于以下两点。第一，股市属复杂系统，存在多维动力、多元逻辑、多元投资者。单元逻辑无法正确解读股价运行的不规则性。投资者要警惕单元逻辑思维的局限性及危险性。第二，要关注系统状态的累积效应与系统突变、相变。当决策面临的基本情境发生变换时，一定要适应系统变化，切换推理逻辑。否则，原逻辑会遭遇灭顶之灾。

单元逻辑思维是简单系统规则。它把世界分解，构造学科分工，形成单元逻辑分析框架。把整体解析为基本构成单位，把复杂分解为局部的简单，是简单系统的基本解题路径。其优点在于：专业，专注提高效率，提升深度。其缺点在于：框架具有注意力导向作用，它使问题或结果依赖于既定的描述方式，受框架效应的限制。决策者对客观复杂世界实施主观切割，其副产品，即框架局限效应，往往依据多项假设排除多元逻辑的作用，把复杂世界不当简化。“我们对周围世界的任何简化都可能产生爆炸性后果，因为它不考虑不确定性的根源，它使我们错误地理解世界的构成。”[㊀]

框架效应引发新框架思考。现实中复杂系统所呈现的多维世界导致该类问题已属非单科学问所能解决的问题。框架效应所揭示的问题具有普遍性，尤其是对具备社会属性的复杂问题。复杂问题简单化是简单系统例题求解的基本方法，但应对复杂系统问题，能否及如何合理简化是求解路径之关键环节。

笔者浅薄，曾好奇投资大师索罗斯、《黑天鹅》的作者塔勒布，为何非常

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推崇哲学大师卡尔·波普尔，不解股市解读与卡尔·波普尔的哲学有何关联。塔勒布在《黑天鹅》一书中这般描述："据说人们通常记得在什么时候、什么地方被某个重要的观念感动。我也记得一清二楚。受到索罗斯的激励，1987 年我在纽约第二十一街和第五大道路口的巴诺书店一口气来看 50 页《科学发现的逻辑》，并且疯狂买下双手抱得动的所有波普尔的著作，担心以后会缺货买不到"。其推崇程度，似有"一灯能除千年暗"之感。一些思想大师本身就是一个谜。春秋战国之际的孔子，其所著所述，至今令人叹为观止。物质成果与思想成果在历史上也存在数度的无序、错乱、跳跃。中国的今天，物质已相对丰富，但精神层面却有待提升。

异常动作极具传染性。笔者旋即寻觅并拜读卡尔·波普尔的著作。读过《科学发现的逻辑》、《开放的宇宙》之后，方有所悟。卡尔·波普尔的理性批判主义哲学，堪称为解读复杂系统的方法论先驱。怪不得数位诺贝尔奖获得者都对波普尔表示敬意。索罗斯所讲的反身性，实质是在讲复杂系统的一大特征：要素之间关系的相互作用、相互影响，包括主客观因素的相互作用。不像简单系统，可分为自变量、因变量。例如，股票价格由供求决定；反之，股价变化也影响供求。股市泡沫期股价下跌，高股价就是最主要的理由，其他因素是催化剂。当熊市末期股价反转，股价过低、早已偏离基本面是最大理由。这种价值回归的力量在现实中会表现为：人们创造各种理由，编排各种理由，看多、做多。

卡尔·波普尔强调世界构成及演变的复杂性及人的认知局限。他强调我们的知觉能力、思考能力受进化的限制，我们只能对我们周围的世界作特定有限的理解，未来包含着未知，人类不能准确预测、推断未来。他以试错法与归纳法对立，强调可检验、可证伪才是科学；不可检验、不可证伪的"科学结论"是伪科学。对具有普适性的科学结论而言，短期、局部经验的意义、作用，不在于对结论的支持与证实，而在于其能否对结论证伪。归纳是用已过去的事情证明未来的事情，但过去不能证明未来。归纳法试图从单称命题过渡到全称问题缺乏逻辑根据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡尔·波普尔从可预测与不可预测角度划分了两个世界，一个是可预测的确定性世界，其代表是古典力学和钟表；另一个是不可预测的不确定性世界，其代表是气候和云。云世界存在不确定性、模糊性，定性、定量的测度存在困难，认知存在困难。因为：第一，客观事物本身缺乏清晰性，不确定、模糊；第二，客观事物处于时变之中；第三，对其认知程度，受到人的经验、认知工具的限制，也受主客观互动影响。存在受迫性非理性、受迫性认知偏差，这导致不可能准确预测。

现代又出现了混沌理论，它揭示了确定性与不确定性交错并存的混沌世界。至此，人类对世界的认知，至少要经历从简单到复杂、从确定性世界到不确定性世界、再到混沌世界的三个世界，且这三个世界在复杂系统中交错并存，并非孤立存在。

三个世界对应三类运行逻辑。因果逻辑、演绎推理与第一世界相适应，概率逻辑、模糊逻辑与第二世界相适应，多元逻辑与第三世界相适应。复杂世界=因果逻辑+概率逻辑+多元逻辑复合。只有多元逻辑方可解读证券市场的复杂性。证券市场的多维空间与多元逻辑、多值逻辑相匹配。多元逻辑方能解读市场不同的价格变化主导逻辑。

证券市场属复杂系统，存在多维空间。多维空间可区分为不同界面的子系统，不同界面、不同时段各有其主导逻辑。每种策略、方法，对应特定有效阶段、值域、界面，对应某种特定情境，特定情境匹配不同规则。这是不同策略均可成功的客观基础。各种策略有其系统性的有效值域、有效界面。跨界运行则会失效。

多维性、多动力，在各自有效界面存在。多维性是指其证券市场变化是金融学、经济学、心理学、管理决策学等多学科系统集成输出的结果。单一学科、框架的分析不能得到令人满意的结果。各类因素权数作用的不稳定性决定综合性、复杂性。系统演变受逻辑与机缘多因素支配，机缘解释基于存在逻辑因果缺失，存在因果缺口，存在多维逻辑与机缘的相互作用。

三种思维模式转换与多维世界、多元逻辑思维模式相适应。单元逻辑属在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多项假设条件成立的条件下，市场“应该怎样”的推理。只有多元逻辑能解释市场“实际怎样”，它包括市场力量、机缘力量，包括因果推理与概率逻辑推理并用的必要性。

鉴于复杂世界是因果+机缘的混沌世界，算法概率、单元逻辑均不是理想的应对模式。因果思维模式无法适应不确定性环境，应对不确定性世界。因果思维模式、演绎推理模式，要转换为或然思维模式和概率逻辑推理模式。概率逻辑思维与推理是一种思维规则，而不是数学意义上的算法概率。

投资决策常态误区之一是逻辑错配，主要表现在两个方面。第一，盲目将单元逻辑套用在不同时空。第二，将单元逻辑套用于不同的有效界域，造成失效。每种不同的投资理念、投资策略，有其特定的主导逻辑与市场内的有效界域。例如，基本面分析、技术面分析的区别如下。第一，关注的焦点不同。基本面分析关注价值运动，技术面分析关注价格运动。第二，所关注股价的驱动力不同。基本面分析主要关注经济原理所产生的驱动力，技术分析关注各种综合因素整合之后输出的驱动力。第三，所依据的基本逻辑不同，基本面分析依据经济学逻辑，技术分析主要依据行为学、心理学逻辑。第四，不同市场阶段的解释力不同。牛市、熊市各种偏离常态理性的行为，更多权数用非基本面因素解释。第五，只有多元逻辑方能解读市场价格不规则变化的主导逻辑。“不规则”本身，实际仅是针对某种单一逻辑而言出现了不规则，出现了不能予以解释的问题。股价的“过度”波动，就是指波动幅度超出基本面能解读的幅度。

社会事物存在大量的不规则运动，这种不规则运动激发了复杂性理论、混沌理论的产生。股市的复杂性通俗地讲就是股价变化的不规则性。理论强调普适性，它是对现实关系的一般性概括和简化，但理论面对现实，尤其是面对复杂系统“不规则变化”的现实，使理论与实际、规范与实证的冲突十分尖锐。理论通常描述单维世界之规范情境，现实则呈现多维世界之复杂情境。

按学院派的说法：“股市是国民经济的晴雨表。”这个表述在 2011 年全年都会令人误读，以致有人谈论当期“价值投资的毁灭”。近两年，美国在闹经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机，欧洲则疲于奔命地应对“欧债危机”，中国尚属风景独好，但2010年、2011年中国股市却“熊冠全球”，大幅背离基本面，与其经济增长情境并不匹配。统计显示，2011年上证指数、沪深300指数、深成指、中小板指数和创业板指数的跌幅分别为21.68%、25.01%、28.41%、37.09%和35.88%。与历史相比，目前A股的估值水平已经处于历史最低区域。根据万得资讯，截至2012年1月4日，全部A股、上证A股和沪深300指数的TTM整体法[⊖]市盈率分别为12.67、10.92和10.39，TTM整体法市净率为2.16、1.94和1.94，与历史相比，明显属于偏低水平。与全球各主要股价指数相比，大概处于中等偏下的水平。在工业七国（G7）中，美国的道琼斯工业指数和标普500指数的市盈率都在12左右，市净率则在2～2.5之间，以高科技为主的纳斯达克指数的市盈率和市净率都比较高，分别为22和2.5；欧洲方面，英国、法国、德国三个主要国家的市盈率都在9左右，而市净率则在1～1.5之间；工业七国中的其他两个国家：加拿大和日本，市盈率都在15左右，而市净率则分别为1.78和1.05。

中国股市估值已创历史新低，与欧美估值水平相近。从估值合理性角度评估：2011年，美国经济增长率不足2%，世界平均水平为2.6%，中国9.2%。中国股市的合理估值水平至少应是欧美的四倍，即使引入其他非基本面因素修订，理论水准也不应低于欧美估值水平。

现实的股价轨迹能数年且大幅背离理论估值，也能数年且大幅背离基本面。所以，要正确解读“股市是国民经济的晴雨表”，必须把参照系中的时间框架规定在3～5年以上。显然，我们并不能简单地说理论是错的，重点在于理解“理论”自身的有效界面、有效值域。从3～5年以上的中长期来看，股价会在试错、纠错的机制中向合理估值标准——长期均值靠拢，但短期却可能偏离，甚至大幅度偏离“国民经济”这一基本面。

这就是股市的复杂性，其集中体现就是股价运行的不规则性。这种不规则性的根源之一是股市复杂系统构成的多维性、多元性。在多元世界，多值逻辑、

⊖ Trailing Twelve Month 的简称，以最近12个月的每股盈利计算市盈率的一种方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多元逻辑在起主导作用，而不能用单值逻辑解读。敬畏市场不是口号，要有切肤之痛的理解，要演变成具体行动规则，方可能落到实处。

下面介绍伯格的心智模型。

1996 年—2007 年，查理·伯格在哈佛大学、斯坦福大学、南加利福尼亚大学等处多次演讲中，谆谆告诫这些大学毕业生要掌握一种终身受益的方法：应对复杂决策，需要建立跨学科的复合型思维模型。查理·伯格也多次谈到铁锤综合征，“在只有铁锤的人看来，每个问题都像一颗钉子”。铁锤综合征本质是单一思维、框架效应。铁锤综合征的解药，就是跨学科、复合型思维模式，查理·伯格视之为普世的智慧。“你们要怎样才能得到普世的智慧呢？长久以来，我相信有某种方法——它是几乎所有聪明人都能掌握的——比绝大多数人所用的方法都有效。正如我说过的，你们需要的是在头脑中形成一个由各种思维模型构成的框架。然后将你们的实际经验和间接经验（通过阅读等手段得来的经验）悬挂在这个强大的思维模型上。这种方法可以让你们将各种知识融会贯通，加深对现实的认知。当我谈到跨学科方法——你们应该掌握各个学科的主要模型，并将它们统统派上用场时，我是真的呼吁你们不要理会学科的法定界限。”“这个世界并不是按照跨学科的方法组织起来的。你们不需要了解所有的知识，只要吸收各个学科最杰出的思想就行了。”[⊖]大师是集毕生之经验在告诫后来者勿陷误区，这些也可解读成股票决策要遵循综合性原则。

单元与多元新旧分析框架的差别及意义：

第一，新框架设定的焦点问题不同，其焦点问题为，面对不确定情境如何合理决策。其各环节系列性的焦点问题不同，投资主体的有限注意力配置、搜索力配置，及其他资源配置都会进行调整。例如，经验库、规则库与情境库的储备、识别、匹配，应用于情境决策，是投资者一直靠潜意识去做，并没有重点挖掘的专题。

⊖ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，新框架多学科具有良好的兼容性。以合理决策为中心，各金融学、经济学、心理学等多学科可各司其职，各就其位。以学科的知识为合理决策提供支持。

第三，新框架对各类股票投资分析方法具有良好的兼容性。唯有高度综合，方为解决之道。各类方法各有优劣，但均为实战经验总结，并非相互排斥，只不过各有适用情境。

第四，股价是多维力量在时间序列中创造的结果。多学科结合才能对股价波动、不规则运动作出合理解读。行为金融本身，就是在股市决策学中引入多元逻辑分析及效果检验问题。行为金融主要是引入现代心理学研究成果，尤其是认知原理。多元整合涉及经济定理、金融定理、概率逻辑规则、认知心理学规则及技术分析规则等多元规则的融会贯通、交叉检验。互动、复杂系统有序与无序的交错并存决定了因果推理与概率逻辑推理并用的必要性，以及多元方法论的综合性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

概率逻辑思维规则与股市解读

语录：

“投资的本质在某种程度上就是一种概率游戏。每一天，投资者都需要把投资机会转化为概率。实际这也是投资者的一种基本技能。”

“作为投资者，我们所面对的挑战就是把这种不确定性转化为定量的概率和回报额。”

迈克尔·莫布森，《魔鬼投资学》

经验之谈：

股市行情是创造出来的而非事先被某种力量预定的。股市行情属因果逻辑和机缘力量共同创造的结果。

股市概率环境远比传统金融理论描述的复杂。对不少投资者而言，理解概率思维模式存在困难。“我们的本性不善于了解概率，大部分的概率结果违背直觉。”“随机性逻辑与人的直觉背道而驰。”㊀

概率思维模式告知我们许多日常习惯思维之外的规则。而我们日常的习惯思维与股市不确定的复杂概率情境高度不适应。投资者的思维模式、心理定式，要与股市客观概率环境相适合，须遵循概率逻辑思维的一些基本规则。

㊀ 纳西姆·道格拉斯·塔勒布，《随机愚弄》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝斯蒂在《股市心理博弈》推荐序中强调，为什么华尔街仍遵循着钓鱼法则呢？钓鱼法则即 15% 的渔夫收获了 85% 的鱼群。“事实上，成功的运动员、渔夫以及股票交易者都表现出了成熟的思维模式和行为方式，而普通的运动员、渔夫以及投资者所表现出的，则是不成熟的思维和行为方式。”

股市决策所需遵循的概率规则，通常散布在成功投资者的经验总结之中，少数著作作了集中阐述，如塔勒布的《黑天鹅》、《随机愚弄》，马克·道格拉斯的《交易心理分析》。本章试图结合个人的体验加以综述。

概率逻辑解读股市规则之一，股市行情是创造出来的而非事先被某种力量预定的。股市行情属因果逻辑和机缘力量共同创造的结果。

股市重大行情的拐点、顶点、底部，是多元逻辑和不可预期事件共同创造的，属随机创造，不可预测。它们具有后验性特征。只能事后确认、追认，不能事先预测。

股市常见错误之一，就是用决定论思维范式解读股市未来行情，认为未来的行情事前已被某种力量确定，你可依据既定信息，准确推断出未来事件。

股市行情中时态差别鲜明：过去，属确定性世界；未来，属不确定性、动态演化世界。一方面，股票价格由预期价值决定，但预期价值的信息从不齐备，实质是按局部信息、残缺信息及不确定信息定价；另一方面，行情受各种随机性因素，包括事先不可预期的“未知”信息的冲击，随机性也包括各类投资者行为的非线性变化。

按照马克·道格拉斯的说法：一切均有可能。事先不要预设立场。

2011 年 3 月 11 日，日本发生 9.0 级地震，导致股市大跌。这种据称数百年一次的小概率事件，无人能事先预测。在中国市场，三聚氰胺事件重创蒙牛、伊利股份，“瘦肉精”事件重创双汇股份……类似的大大小小的随机事件，始终以系统或非系统风险的形态冲击股市或个股。它不断提示我们：行情不是预先决定的，股市行情是多维力量在时间序列中创造出来的，你可以猜测，甚至某次猜准某次行情，但不可能持续准确预测或然事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市几乎每个时点都存在、都面临“多头”、“空头”对立的争议，如亚克曼所言：“不管自觉与否，投资者总是会对将来的经济形式和股票市场作出自己的预测，并相应地决定自己的投资头寸。新闻中总是充满了这种预测。但在任何特定市场环境中总是至少有两个阵营，即看空或看多。而且每个阵营中都会有经验丰富和成功的经济学家或基金经理，这使得投资者陷入困境。”㊀他们实际都在描述各自相信的某种可能性，有时会出现多种争议，实际也在描述复杂系统未来的多种状态、多种可能性。仁者见仁，智者见智，这些都有可能发生，不过概率不同。所以，面对不确定的情境，在既定时点的股市决策，始终面对多种可能走势，最终的实际轨迹，靠时间序列与因果逻辑、机缘力量共同创造。

基本面分析注重从经济规律、因果逻辑力量来测度股市、股价的变化。因果逻辑只能预测股市、股价大概的轮廓、趋向，不能给出具体时点的答案。因果逻辑与机缘力量共同的作用才决定各时点股价的具体轨迹。

概率逻辑规则之二，股票决策是个动态试错过程，决策结果包含不可规避的不确定性，要靠动态递延决策，靠仓位与组合调整来应对这种不确定性。

概率，作为应对不确定性的工具，它只能在某种程度上区分、识别不确定性，并不能排除不确定性。概率，其反身解读是盲点率、差错率。概率思维要接受这样的规则：出错必然，重点在于控制出错的规模与频率。

对于不熟悉的决策情境、初始情境，投资者在采用正确的投资理念或方法之前，他的行为处于随机水平，即作出正确反应的概率为 50%。投资者可能在作出多次错误反应（试错）之后，才能找到正确反应，找到正确的应对方法。这就是试错过程。经验可减少试错。因为如果无记忆，会出现重复性错误。

大家都有数学学习体验，在小学算数学习阶段，简单问题可用乘法口诀表，对复杂数字，就需要应用试错法求解。笔者 1977 年参加大学招生考试之际，此前学校所学文化知识也就是小学四年级的水平，初中、高中课程全靠下班后的

㊀《鹏华杰出投资者文摘》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自学。那时既无教师辅导，也无辅导教材，碰到一些难点问题颇费周折，反复试错，才找到错因。在大学学习高等数学之际，数学老师答疑时一脸无奈，他说："你们所犯的数学习题错误，很多都是初中知识点的错误，而不是高等数学原理部分的错误！"对复杂问题求解与高端技能培训这类试错过程，教师、教练在关键点、焦点问题上的指导、点拨是非常重要的。

股市，独立变量众多，各类情境及情境组合模式众多，各层各级决策情境库加总之数量巨大，难以准确计量，如果要做遍历性检验，积累经验，个人终身的时间都不够用。降低试错成本路径之一，就是确认自己的优势域，严守自己的能力范围，不要毕生都去四处试错。这或许也是投资者成熟期漫长的原因之一。面对股市"无尽的情境与应对模式"，很多人会迷失，甚至陷入终生"路漫漫其修远兮，吾将上下而求索"的困境。价值投资哲学致胜关键在于专注与简单。专注地做简单的事。投资者只能作选择性适应。第一，只能依据情境出现频率的高低、典型性大小，作选择性识别；第二，只能依据区域划分，把自己的行动限于自己熟悉的领域；第三，切记股市具有周期性，在不同的周期阶段，同样情境的行为模式完全不同。个人投资者不能追求"全能"、"全天候"作战，这是输家游戏。

复杂问题的认知、求解过程，通常是个试错的过程。投资则是创造性解决问题的过程。复杂问题之复杂，在于必须靠"创造性"来解决，它的破解无固定模式，也无标准答案。出错属必然而非偶然，试错也属必然。要对复杂问题难度系数作出区分，不仅在于到达一定难度系数以上的问题，需要应用试错法求解，而且在于投资者要回避过于复杂的问题。股市中不少复杂问题超出了我们的认知能力，"过度自信"会导致强烈的负面股市体验，即股市是绞肉机。

概率逻辑规则之三，宏观有序，微观随机，非典型决策致胜。

宏观有序、微观随机的统计学解释是：在个别试验中其结果呈现出不确定性；在大量重复试验中其结果又具有统计规律性的现象。概率高低在一定意义上揭示了随机事件的有序程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂、混沌系统的一大特征是有序和无序并存。事物的类别与代表性强调过程或性质所具有的相似性，或者说从整体中取出的局部（局域）能够体现整体的基本特征。事物样本的差异性、变异性则强调单个样本所具有的随机性。概率决策的常态情境是宏观有序，微观随机。无序的挑战，来自微观随机。随机意味着知识断点，意味着宏观有序逻辑的中断。

波普尔特别强调全称判断与单称判断的区别。在概率应用上也要注意全称概率与单称概率的区别。这涉及两个概率概念：第一，集合体（母体）的概率；第二，单个事件（样本）的概率。二者不能混同。只有在特殊条件下，即古典概率的等可能性、事件相互独立的条件下，二者才相同。“我们能识别复杂物体的性质，但不能精确地度量它们。复杂事物的类别特征确定，如树木、动物，但类别内单个物体的具体细节并不相同。类别上全局确定，局部随机，细节不同。”㊀

宏观有序，微观随机，这是决策过程中两个不同阶段的推理程序。决策两个不同的阶段，要应用“共同而有区别的责任”，建立有关联但又截然不同的投资规则。第一阶段，宏观有序，它强调“有序”，强调决策要参照有序之规则，即遵循宏观有序规则，针对决策情景，作出情境类型识别。我们不妨视之为前端决策。前端决策重点在如何应对事务的总体特征、集合特征。

麦吉在《股市心理博弈》中这样解读：职业赌徒所采用的考评方法，并非基于某一些游戏的胜利；反之，他们把长时间内的游戏当做一个整体看待，并对整体最可能的结果进行预测。

宏观有序有一定的局限。它只能依据样本母体的全称特征值作出单称事件行为相似性的推断，这是一个轮廓性的值域推断，尚不能解决单称事件决策面对的“微观随机”问题。

“狗是友善的，它只是作为一条一般性的原则和广泛的高度的概括，并不意味着这一原则适用于任何一条狗、每一条狗。现实中，我们要对付的总是个

㊀ 埃德加·彼得斯，《资本市场的混沌与秩序》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别的、特殊的狗。”[1]世界上的狗，已从最初的五个品种，演化为四百多个不同的品种。从吉娃娃到藏獒，即使它们都有狗的基本类特征，但个性极不相同。例如藏獒，对主人友善，对陌生人则“动物凶猛，请勿靠近”。

微观随机属决策过程的第二推理阶段，我们视之为后端决策。它强调如何应对单称事件的无序、随机。你可以说有萧条必有繁荣，也可以说如果市场出现大的估值泡沫，则泡沫必破。这种宏观有序的推理成立，但这只是前端决策，只完成了决策的前端流程。前端决策，依据狗的基本特征值，完成吉娃娃、藏獒都是狗而不是狼的类别确认。后端决策，微观随机的单称决策面对的核心问题是确认合理的决策点，即依据单称事件特征值或阈值作出合理的决策机会时域的确认。也就是根据个性化标准——吉娃娃的特征值，或藏獒的特征值，如体态、基本行为模式完成单称狗归属的确认。

我们讲“非典型决策致胜”，在于强调：复杂系统决策的难点在后端决策，在于如何应对“无序”，在于“微观随机”应对上的合理决策。这种决策是非模式化、非标准化、非典型化的个性决策，是依据阈值作出的判断与决策。后端决策能力高低是股票决策制胜的关键环节。这也是人们通常总在讲投资决策不是科学而是艺术的正解。

下面介绍阈值与合理决策域。第二阶段，决策的核心在于如何应对微观随机。微观随机决策重点在个案特征值或阈值的把握。

一个领域或一个系统的界限称为阈，该界限的数值称为阈值。阈值也可称为临界值，它是指能够激发某个效应产生的最低值或最高值。

单称事件决策对信息有个阈值的要求。阈值代表有效信息数量、强度一定的量级，这个量级足以支持对特定命题作出合理推断。即使不确定性决策存在信息不齐备、不充分问题，但合理决策的前提条件之一，是要达到一定的知情度。未达此值的决策为盲注或噪声注。在股票决策中，阈值是一组触发价值驱

---

[1] 约翰·麦吉，《股市心理博弈》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动的关键指标，或与之相关的一组关键特征值，一旦达标，方具备合理决策条件。阈值自身是中性的，但具体的阈值指标认定则具有主观性。最突出在于它具有非标准化特征。对同一事物，用不同理念、方法解读市场之际，认定的阈值指标不同，其具体内容会持续变化，不断被重新定义。

概率逻辑思维规则之四，过程理性重于结果理性。

概率逻辑认为，决策结果的不确定性是由决策过程的不确定性所决定的。概率高低在揭示目标事件的有序程度。或然世界有序程度的一大特征是长期有序，短期随机。因此，理性决策的核心，是遵循程序理性应对不确定性，把注意力集中在过程，尽力趋近主观判断和客观境况的相互拟合。过程理性重于结果理性。过程理性=决策程序理性=决策过程中需遵循的一系列行为规则。基于决策结果无法免除不确定性，好的合理决策未必对应好的预期结果，但投资决策长期稳定的业绩，仅取决于高质量的决策过程。

“普通人关注股价的每一次波动，而对市场内长期、总体涨跌概率不以为然，而后者才是更应关注的过程。”[⊖]“桥牌高手们打牌注重的是方法的正确而不是（单次）成功。因为大家都知道，正确会使你成为赢家，而错误从长期来看会导致败局。”[⊜]股票决策强调既自信又不自信。要对自己秉持的方法自信，否则无法有独立的见解；对单项案例结果要不自信，因为有多种可能，要随时应变。

笔者私下经常听到某些基金经理对上司的投诉。股市一涨，上司就会说，这个低点怎么不加仓，或加仓这样少；一旦股市跌了，上司又会说，这个高点怎么不会卖，或卖的这样少。通常，基金经理无语以对，只能顾左右而言他。

这种错误与冲突，直接原因在于决策初始情境与决策结果情境之间的时间差与信息差。决策初始阶段只能依据不完备信息决策，这是无法规避的缺陷。“事后诸葛”无此约束。而深层根源就在是否具备概率逻辑思维模式，即过程理性与结果理性的区分问题。决策过程的不确定性决定了决策结果的不确定性。

⊖ S.L.明茨·达纳·戴金、托马斯·威尔逊，《超越华尔街》。
⊜ 珍妮特·洛尔，《本杰明·格雷厄姆论价值投资》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过程某种程度可控，结果只能是概率因果，并不可控。投资者通过评估与选择，控制过程，影响结果。此外，合理的决策未必有理想预期的结果，要容忍适当的差错率与差错度。合理的决策是递延决策、动态决策、非一次性决策。过程合理性是长期制胜的关键。单次结果并不确定，但要将其控制在可承受的范围。

概率逻辑思维规则之五，期望值思维范式。

股票投资常见的决策误区之一，是对概率与期望值不作区分。人们常常讲述，股票决策的重要依据是大概率事件。股票决策主要依据事件发生概率的大小，决策是寻求不确定性中的确定性。这是个误区。对概率与期望值要作区分，大概率不是主要决策依据，现价与合理期望值之差，才是主要决策依据。

塔勒布强调投资决策是依据期望值而非概率。莫布森在《魔鬼投资学》中更强调：顶级大师的成功更依据期望值思维范式。他强调，要始终如一地从期望值角度去思考问题。诸多领域顶级大师不约而同地让我们认识到这样一个颠扑不破的真理：不要关注出现在准确方向上的频率，真正需要重视的，应该是出现在正确方向上的幅度。“因此从期望值角度观察，有些大概率事件未必有什么吸引力，相反，有些小概率事件反而很有吸引力。比如说，股票价格实现预期收益上升1%的目标的概率是75%，公司未能实现业绩预测而下跌10%的概率是25%，因此，我们就可以认为，尽管该股票盈利的可能性很大，但期望值却是负的。”

期望值思维范式更强调“结果”在期望值确定中的权重，而非概率的权重。“作决策时，你只需要了解事件的影响（这是你能知道的），不需要理解事件的可能性（这是你不可能知道的），这一思想就是不确定性的核心思想。”[一]

投资决策依据的是期望值与现价之差的大小，而非简单依据“大概率事件”。莫布森强调：“决策就是按照结果的报酬额（幅度）对结果出现的概率（频率）进行权衡的过程。当报酬被曲解的时候，概率本身就不足以说明任何问题了。”[二]赌博专家对此的解读更为精辟：赌马输赢的要点不是赌哪匹马最可能胜，

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

㊁ 迈克尔·莫布森，《魔鬼投资学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是获胜与赔率之间的差距是否合理匹配，是否值得一赌。错配才会产生超额收益。

多年前，笔者所工作过的一个单位，有一个驾驶员班。班上成员多数是足球迷，谈球眉飞色舞，班集体还热衷于买足球彩票。一次乘车之际，我听驾驶员师傅讲这回中了二等奖，可是师傅对中奖不以为然。我很好奇。于是就问，怎么中奖也没人庆祝。师傅说："奖金总额有限，这回猜对的人太多，中奖人均也没多少钱。"诚然，我听到的数字让我吃惊，确实乏味。这正好印证了大概率事件未必是投资良机这一结论。

期望值思维范式要件如下。第一，机会评估不能仅考虑一种可能性——大概率事件，也要考虑其他多种可能性，至少是三种，最好、最坏、最可能。期望值来自多种可能性的加权平均值。第二，机会评估不仅要考虑概率大小，更要考虑概率对应结果的大小，强调结果的重要性。决策必须遵循的一个原则是要严格限定结果分布的范围。投资结果不全取决于概率，还取决于你决策所下的赌注大小，即决策错误所需面临的后果。第三，从期望值角度思考，投资机会大小取决于股票现价与你认为合理的期望值之间差价的大小。风险与收益对称不是机会，风险与收益错位才是投资良机。这种机会要靠期望值评估。第四，期望值思维模式也告诫我们：小概率、大后果这类"黑天鹅"事件，在概率评估中被忽视，在期望值思维模式中则被列入"重症观察室"。期望值思维范式告诉我们，对成功的投资而言，在投资过程中，控制对错的量级重于控制对错的比率。成功不仅在于所依据方法获得成功的比率，更重要的是该方法每次获得成功的量级。这就是不仅要考虑概率大小，还要考虑与概率相对应的结果大小。恰如詹姆斯·蒙蒂尔在《价值投资——通往理性投资之路》中所言，"牢记价值投资传奇人物吉恩·迈瑞·艾维拉德的话会让我们受益无穷：'有的时候，最重要的不是出现不利形势的概率有多低，而是一旦出现不利情况会带来怎样的后果。'"

彼得·林奇认为，投资人可以利用"5股原则"，即把自己的投资组合限制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 5 只股票以内。只要你的投资组合中有 1 只股票上涨 10 倍，那么即使其他 4 只没有涨，你的投资组合也能上涨 2 倍。

塔勒布号称危机猎人，专门对“黑天鹅”式小概率事件下注，并获得了职业自由。

黑天鹅事件——疯狂的不确定性具有下列特征。第一，不可预测。事件在即期信息集所能作的常态推测能力之外，依据前期信息无法作出预测。黑天鹅事件是意外事件，即不被预期发生的重大事件。第二，常被低估，低估至不可能发生：“事件越稀有，我们对其概率估计的错误越大，即使使用高斯的方法”㊀。第三，应对规则少，参照系少，可造成巨大恐慌，具有“史无前例”的特征。我们从重复中学习，但忽略了从未发生过的事件。不可重复的事件在发生之前是被忽视的，在发生之后则被过度估计（只是一时）。第四，后果严重。

期望值思维范式为投资组合提供多项组合空间。小的较确定性机会+大赌注=大机会+小赌注。二者期望值相等。赌注定夺，要遵循概率与赌注匹配的规则：第一，从收益角度要求，赌注要足够大，大到获胜能使你获得业内的相对优势；第二，从风险控制角度衡量，赌注要设定明确的上限，要保证不能因不利概率的发生，包括小概率事件的发生，导致你破产。

下面介绍期望值思维范式与彩票之谜。2012 年 3 月北京师范大学公布的一份“中国彩民行为网络调查”结果显示：我国彩民已达两亿多人，其中问题彩民达 700 万人，重度问题彩民达 43 万人。问题彩民即买彩票上瘾、不能自控的彩民。

佛里德曼和萨维奇 1948 年研究发现，人们通常同时购买保险与彩票，尽管赢得巨额彩金的概率只有数百万分之一，但全球数亿人还是常常去买彩票。他们在购买保险时表现出风险厌恶，但在彩票投资上却表现出一种风险寻求。这种现象被称之为“佛里德曼——萨维奇困惑”。彩票、赌场赌博等，这些整体期望为负的赌博为何具有吸引力，是个未解之谜。期望值是一项重要解释变量。

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管概率小，百万分之一或千万分之一，或许人生几个轮回才有几分机会，但结果也是你人生十个轮回都达不到的收入值。对购买彩票者而言，所需投入小，其结果却很大——能彻底改变命运。概率小，对应结果大，对迫切希望改变命运的人而言，再小也是一线希望，一个合法愿景，借助超自然力量，借助运气之神变换人生。

期望值思维范式警示投资者要防范小概率事件触发的极值打击。小概率事件通常由于出现频率低，无法预测，或不具有统计分析意义上的显著性而淡出决策者的视野。但如果小概率事件伴随着大的后果，从期望值角度考虑：概率×结果，这类小概率事件也必须列入决策变量。小概率事件是指出现概率小于5%甚至1%的事件。例如，对股市的四个基本阶段要作为整体来观察。有繁荣必有萧条，但不知其具体时点。小概率事件或极值打击，均属周期内的非线性函数，是整体的有机构成部分，能避开就是赢家。

概率逻辑规则之六，概率归因分析要遵守蒙特卡罗原则。

蒙特卡罗发生器是指一种模拟随机性的工具。蒙特卡罗原则的第一要义是防止归因偏差。它强调归因分析之际，要考虑初始情境可能发生的所有结果。既要考虑实际发生的样本路径，也要考虑可能发生而没有发生的替代样本路径。防止生存余数导致的认知偏差。塔勒布称之为历史仿真求和。最终实现的随机性结果是一个，但期初有多条替代样本路径。如果不参考未实现的结果，无法看懂那些已实现的结果，也无法作出正确的归因分析。

蒙特卡罗原则的第二项重要意义，在于它强调：投资分析要关注过程风险，关注投资过程中的风险敞口，而非仅关注已发生结果的风险。传统金融理论的一大盲点，就是用作为结果的收益波动——“离差”代表风险。它仅强调结果上的部分风险，漏失了最大的投资风险——不可计量、无法预期的那部分风险，即奈特所言的“不可计量的不确定性”。这部分不确定性是不可测的，因此不存在可计量的概率。

塔勒布讲：“玩俄罗斯转盘赚来的1000万美元，价值不同于靠辛勤努力和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

娴熟的牙医技术赚来的1000万美元”。从结果看，两个人都获得了1000万美元，但从路径上评价，其承担的过程风险完全不同。概率也是一种思维模式，按这种思维模式，再去评价这1000万美元的结果，其价值并不等值。更大的问题在于，现实中人们只注重“结果评价”，以成败论英雄，忽视过程风险评价。“但一般人却看不到现实生活举起的枪管。肉眼很难看到这些发生器，因此我们可能在不知不觉中就玩上了俄罗斯转盘，只是以另外较‘低风险’的名称称呼它而已。”[1]

[1] 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《随机愚弄》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

股市概率环境与概率思维模式

语录：

“推理得以获得的隐含过程是概率性的。也就是说，判断是在不确定的条件下进行的，而偏差就源于决定性的心智和概率性的环境之间的遭遇。”

卡尼曼等，《不确定情境下的判断——启发式与偏差》

“我们迟早会了解概率终究是个用来看问题的定性手法。”

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《随机愚弄》

经验之谈：

概率逻辑规则是一套处理不确定性世界的思维规则。

股市概率环境远比我们目前的认知状态更为复杂。概率在股市应用存在的一大问题是对股市概率环境过度简化的解读。概率一般而言是数学意义上的算法概率。通常又把概率称为或然率。概率是对随机事件发生可能性大小的度量，是一个 0～1 之间的实数。概率研究不确定性与机会。不确定性是风险也是机会，是事物演变的驱动力。

算法概率在股市分析中作为计算不确定性的方法被广泛运用。它包括：数理概率（客观概率）、主观概率与统计概率。证券投资决策主要使用主观概率。客观概率是对系统客观状态的度量，是系统自身客观的性质。例如，赌场中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轮盘赌，它受客观概率主导，不受主观因素影响。主观概率是观察者对特定事件发生的可能性信念、判断的度量。它是依据相关信息、经验、知识推理而成的综合判断。

主观概率特点如下。第一，主观概率无法通过重复随机试验设定。第二，主观概率通常也不包括等可能基本试验。第三，主观概率度量的是观察者对系统判断的状态，而非系统本身的状态，是观察者对系统处于某种状态的信任程度。主观概率具备主观性，因人而异。第四，主观概率可依据时变、事变、信息变化调整。人在设定主观概率时，并不是无偏的。轮盘赌属客观概率主导，而扑克竞技中的各种概率，则属主观概率，它取决于竞技者的行为，而行为取决于竞技者的主观判断。

概率分布是对某种类型概率随机变量的测度。股市经常涉及下列概率分布：古典概率和经典概率。

古典概率主要包括掷币概率、掷色子概率、轮盘赌概率。经典概率属最常见的随机事件类型。它包括布朗运动、正态分布、泊松分布、二项分布、帕累托分布。股市中经常涉及的概率分布是布朗运动、正态分布、帕累托分布。

古典概率有下列假设或特征。第一，试验的所有可能结果个数有限、确定，即样本空间中的基本事件只有有限个数。第二，各个试验的可能结果出现的可能性相等，即所有基本事件的发生是等可能的。第三，试验的所有可能结果两两互不相容。具有上述特征的随机试验称为古典概型。

古典概率在股市中的误用根源于股市环境不具备上述假设。第一，由于未来存在一些不可预知事件，股市决策之际可计量的基本事件并不完备。一般只考虑最大值、最小值、最可能值，准确性有限。第二，基本事件的发生存在等可能性这一条件通常都不具备。在基本事件发生存在等可能性的条件下，全称概率与单称概率相同，例如 1/2 的掷币概率。在此条件不存在的情况下，全称概率与单称概率并不一致。

塔勒布认为对股市概率环境的过度简化会导致灾难。“这种只关注小的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是大的随机性的方法，有一个潜在的严重后果：遭遇疯狂不确定性的偷袭”。[㊀]古典概率、经典概率在股市的运用都存在这样的问题。塔勒布在《黑天鹅》一书区分了两类随机性：一种是平均斯坦，小幅度的、温和型分布的随机性，例如正态分布；另一种是极端斯坦，大幅度变化、狂野型分布的随机性，例如黑天鹅事件。平均斯坦忽视了股市存在不可计量的不确定性，也忽略了股市存在非连续、跳跃性分布的随机性。古典概率属平均斯坦类型的随机性。塔勒布认为，赌场是被简化和驯养的不确定性。在赌场里，我们知道规则，能够计算概率，之后我们会看到，我们在这里遇到的不确定性是温和的，属于平均斯坦。“赌场是我所知道的概率已知且符合高斯分布（即钟形曲线）、几乎可计算的人类唯一冒险场所。”[㊁]但在实际生活中你是不知道概率的。

传统金融理论存在一个重要假设，股价运动服从布朗运动，服从正态分布。布朗运动源于1827年英国植物学家布朗的发现。布朗发现浸没在液体里的重大花粉颗粒作无规则运动，此现象后被命名为布朗运动。1918年美国数学家维纳给出了布朗运动的简明数学模型。从数学角度看，布朗运动是个随机过程，随机游走属标准的理想的布朗运动。

布朗运动假设是现代资本市场理论的核心假设之一，它又称为随机游走假说，它认为价格和收益是按照新事件和信息的出现随机分布的，风险收益也是随机变动的。由于新信息无法预测，股价变化就无法预测，也不存在套利机会。这里的所谓随机性，是指数据的无记忆性，即过去数据不构成对未来数据的预测基础，同时不会出现惊人相似的反复。随机现象的数学定义是在个别试验中其结果呈现出不确定性，在大量重复试验中其结果又具有统计规律性的现象。几何布朗运动在期权公式中代表股票价格的运动。

自该假设在股市应用以来，已出现一系列异常事件，引发人们对股价服从

㊀ 纳西姆·道格拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。
㊁ 纳西姆·道格拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正态分布的质疑。实证研究发现与标准正态分布相比，实际分布多呈现尖峰厚尾特征。在正态分布中，离均值越远就意味着离曲线的尾端越近，发生的可能性越低，概率越小。但金融市场的大量实证数据表明，股市价格变动与标准正态分布不符，现实中的分布呈现尖峰厚尾特征。尖峰即在均值附近的频数比正态分布较多。厚尾意味着钟形曲线的尾部比标准正态分布值域更宽，这就意味着比理论预测有更高或更低的极端的价格，该类波动发生的概率比该理论预测更大。换言之，厚尾在于：异常值的数量、幅度均超出了标准正态分布允许的范围。正态分布假设并不成立。尤其是 20 世纪末期，资本市场两次重大事件，对“资本市场有效”理论及正态分布假设造成严重冲击。一次是 1987 年 10 月 19 日美国股市的“黑色星期一”，股市出现历史上最大的单日暴跌，单日下跌 22.6%。另一次是 1998 年俄罗斯国债危机导致明星荟萃、高手云集的长期资本管理公司的终结。

美国 1987 年 10 月 19 日，证券历史上著名的黑色星期一，创造到目前为止的股市单日跌幅的历史之最。当时，上周五道琼斯指数收盘为 2246.74 点，但周一，在信息面相对平静、无重大异常信息的情境下，道琼斯指数自开盘伊始一路暴跌，至收盘道琼斯指数大幅下跌 508 点，跌幅达到 22.6%，纽约股市市值一日之间消失了 5600 亿美元，这是 1929 年华尔街大崩溃时跌去价值总额的两倍。直到今天，对那场股灾的成因仍然没有得出统一的结论。这场冲击对业内投资者所造成的心理震撼与集体反思至今余波涟涟。

在投资领域，标准差通常被视为度量投资收益稳定性的指标。标准差数值越大，代表回报远离过去平均数值，回报较不稳定，故风险越高。相反，标准差数值越小，代表回报较为稳定，风险也较小。

在正态分布的钟形曲线下，标准差数量与概率值大小（面积）有一定的数量关系：正负一个标准差之间，包含总面积的 68.26%；正负 1.96 个标准差之间，包含总面积的 95%；正负 2.58 个标准差之间，已包含总面积的 99%。按史文森的说法，这场股灾一天跌 22.6%，意味着标准差为 25，该标准差出现的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为 8.6 万亿分之一，属不可能之事。㊀

正态分布两个标准差事件 44 年 1 次。但美国 1925 年以来，出现 30 次以上，平均 3 年 1 次。㊁

长期资本管理公司 1992 年 2 月由传奇债券交易员约翰·梅里韦瑟及两位诺贝尔奖得主罗伯特 C. 默顿和迈伦·斯科尔斯作为合伙人发起设立。旗下精英荟萃，仅博士学位者就近 70 人。证券交易高手与数量模型高手的珠联璧合令业内仰视。该公司的主要业务是债券市场套利操作。依据资本市场有效理论，利用计量金融品价格与理论期望值之间的偏差与回归的金融模型实施杠杆化操作。公司前期十分成功，三年半后，公司资本从 11 亿美元增加到 67 亿美元。1995 年—1996 年的回报率超过 40%。1998 年 8 月—9 月期间，遭遇异常值打击。当时，一场货币危机已席卷亚洲地区数月。1998 年 8 月 17 日，在没有任何警示的前提下，俄罗斯将卢布贬值 25%，并宣布俄罗斯银行对外债实行三个月期的延期支付。当时，俄罗斯已发行了总值为 35 亿美元的欧洲货币债务。俄罗斯突然开始拖欠政府债券。全世界金融市场对该冲击的反应是价格暴跌。债券市场瞬间失去流动性，长期资本管理公司陷入危机，靠美联储安排紧急融资才得到暂时的缓解。当期长期资本管理公司投资损失 45 亿美元资产。2000 年公司终结清算。

综上所述，可以得出以下结论。第一，按随机游走假设，按有效市场假说，市场的波动是对新信息的反应。1987 年股灾的一大特征在于当时并没有任何重大突发信息可触发市场巨幅波动。第二，该异常值波动幅度远远超出了正态分布的范围，已明确不服从正态分布。

股市的概率环境远比理论假设复杂得多。股市作为高度复杂系统，一项重要特征就是其随机分布呈多样化状态——不同的时段、不同的层面存在类别不

㊀ 大卫 F. 史文森，《不落俗套的成功》。
㊁ 詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性投资之路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的随机分布。笔者同样强调：在股市实战层面，鉴于决策结果对差异决策高度的敏感性，毫厘之差，结果迥异，投资要求充分重视股市复杂的多样性的概率环境，严防对股市概率环境过度简化的解读。

笔者无意否认正态分布在股市中的存在，这里强调的是，它仅是股市中的多种形态之一，在某些时段成立，在某些时段则不成立，服从另一种分布。

依据统计数据，股市不确定性分布呈现四种基本状态：均衡状态（理想的布朗运动）；上升或下降的趋势状态（有偏布朗运动）；异常值状态、崩塌状态（跳跃的、不连续的随机性，长周期、低频率、大幅度、小概率的帕累托分布）；波动聚集状态。

可以说市场周期的不同阶段应对应着不同类型的概率分布。这种股市环境基本概率的细分，有利于投资者对投资环境识别，并相应采取不同的投资策略。例如，对概率偏斜有利的环境——上升趋势，牛市状态，可视之为赢家的游戏；对概率倾斜不利的环境——下降趋势，熊市状态，可视之为必须回避的输家游戏。

两大事件说明了下列事实。第一，古典概率、经典概率不宜滥用。滥用严重错估、低估了证券市场概率环境的复杂性。有专家评议：长期资本管理公司短期，即数年就被清算的悲剧，是学者的傲慢及对数学确定性的自负所导致的灾难。第二，算法概率与概率思维模式不能混为一谈，彼此有本质的区别。无视这种区别会导致灾难。

要区分算法概率与概率逻辑及概率思维模式。

算法概率与概率逻辑有一定的区别与冲突。法国大数学家拉普拉斯自身就是这项冲突的奇特的证明。19 世纪初，拉普拉斯既是世界级顶尖的算法概率大师，同时又是典型决定论“拉普拉斯之魔”的创始人。算法概率，前期仍属决定论的一部分，用于证明无序之中的有序。算法概率是解决不确定性问题的工具；而决定论自身又否定不确定性的客观存在，否定无序世界的存在。概率思维模式提供一种处理不可预测的未来事件的工具和方法。概率高低，在一定意义上揭示了随机事件的有序程度。主观概率、概率逻辑是对某一陈述相信程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的度量。

从历史发展来看，概率思维是一场革命。

我们这里强调，算法概率与概率思维模式之间有着本质的区别。精通算法概率与掌握概率思维模式是两码事。20世纪初，爱因斯坦这样的大师仍在坚信“决定论”，还在与量子论的创立者争议“上帝掷不掷色子”。“我们迟早会了解概率终究是个用来看问题的定性手法。”[㊀]

算法概率始于1654年，概率逻辑始于20世纪30年代。20世纪30年代，科学界才确认不确定性的客观性，才形成科学哲学层面的概率逻辑。概率逻辑又称归纳逻辑，是一种思维范式。它提供一套处理不可预测的未来事件的工具、方法和思维规则。算法概率主要作为计量不确定性的工具。概率逻辑则是一套处理不确定性世界的思维规则。

概率逻辑的哲学基础为：第一，布朗运动，它证明不确定性的客观性；第二，海森特的不确定性原理，它证明复杂系统并不存在客观的可计量性，观察的动作必定影响被观察的位置和动量，在观察之际保持绝对客观、中立是不可能的，观察的方法和目的往往是按照主观意识去设定的。

概率逻辑与概率思维模式有本质的区别。逻辑是指理性思维规则，是依据公理、共识规则体系的推理程序。概率逻辑是基于或然性的推理规则，演绎逻辑是基于必然性、因果律的推理规则。与演绎逻辑相比，概率思维模式验证困难，尤其是证伪困难。许多概率违背直觉，凭常识领悟困难。概率逻辑是从科学哲学、方法论层面对概率的含义作出解释。

概率思维模式则是一套系统的适用于不确定性条件下的思维规则，是一套系统的推理、判断、决策的方法。它是应对不确定性世界的基本规则。

概率逻辑是对某一陈述（命题）相信程度的度量。概率逻辑脱胎于归纳推理的困境——休谟难题。休谟认为归纳推理存在主观性、任意性，其推理前提与可能的结论并不具备逻辑必然性。卡尔纳普创造了概率逻辑，或称归纳逻辑。

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《随机愚弄》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡尔纳普认为概率逻辑是归纳推理的基础，他对概率逻辑作如下释义："我相信，逻辑概率概念应当为经验科学方法论的基本概念，即一个假说为一给定证据所确证的概念提供一个精确的定量刻画。因此，我选用确证度这个术语作为逻辑概率刻画的专门术语。""至于归纳，情况完全不同，我们最多只能说，对于给定的前提，结论具有某种概率的确凿度。"[1]卡尔纳普认为，概率逻辑描述证据（样本）E 与结论 H 之间存这样的逻辑关系：$C(H, E)=R$，读作"证据 E 对假说 H 的逻辑确证度是 R。"证据与结论之间的逻辑关系是蕴含关系。演绎推理是完全蕴含，归纳推理是部分蕴含关系。这样，归纳便是分析性的了，归纳是演绎的一种特例。

波普尔认为归纳法是根本不存在的，从单称陈述中归纳出普遍陈述，这是不可能的。

从心理学、思维模式角度观察，人作为理性动物，作任何决策都基于一定的自认为合理的理由、依据。在头脑受决定论模式统治期间，人的任何决策都会依据个人认可的某些因果关系或个人信仰的理论模式。

对个人而言，初期所形成和建立的思维模式基本上都是以知识、定律为判断依据的决定论的思维模式。初级证券投资者常犯的错误是错估证券市场的概率环境，其秉持确定性世界的因果性、必然性思维模式与证券市场的复杂概率环境高度不适应。

索恩·哈特尔在《交易心理分析》推荐序中根据实证数据提出这样一个问题：为什么期货投资者初级阶段的年存活率仅有 5%？其中 95%的交易者会在第一年把本金赔光？索恩·哈特尔给出的答案如下："当你思考我们是如何运用成长时学到的技巧来应付日常生活的情况时，就会发现 95%的失败率很有道理。当我们从事交易时，会发现我们过去所学的在学校争取高分、在事业上取得成功，以及建立良好的人际关系，这些能够让我们顺利过好日子的技巧在交易上都派不上用场。我们会发现，交易者必须学会从概率的角度思考，放弃我们在

[1] 卡尔纳普，《科学哲学导论》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活中各个层面追求成就所用的技巧。”

索恩·哈特尔的答复是基于马克·道格拉斯《交易心理分析》关于概率思考模式的启发：“为什么有那么多人在各自的领域中极为成功，但一旦做起交易就输得这么惨？”马克·道格拉斯集个人研究交易心理 17 年的经验给出解答：“我发现我们的思考方式有一个基本的问题，就是我们的头脑运作方式天生就有一些方式与市场的特点不适合。”笔者理解，这就是我们惯性的决定论式的思维模式与概率环境冲突问题。

理解股市中概率逻辑基本的思维规则，根基在于投资者的思维模式、心理定式，要与股市客观概率环境相适合，否则会频频出现认知偏差。

要区分两个层面的认知偏差。一个是思维模式不匹配导致的认知偏差；另一个是认知技能、认知难度导致的认知偏差。思维模式正确，仍可能出现认知偏差——代表性偏差。

马克·道格拉斯的《交易心理分析》，是笔者所见到的第一本系统性描述概率思维模式的著作。说实在话，第一遍读或许只理解了作者表达内容的 20%。笔者前后读了数遍大概也只理解了 70%的内容。

马克·道格拉斯明确提出并阐述了一整套概率思维模式。第一，向交易者证明更多和更好的市场分析并不能保证在市场赚钱（思维模式、心理定式重于投资技巧）。第二，说服交易者相信态度和心态是决定交易成败的关键。第三，帮助交易者建立赢家心态所需要的特殊信念与态度，也就是教导交易者学习从概率的角度思考（马克·道格拉斯认为，股市思维模式的正解是概率思维模式）。第四，针对自认为已经从概率角度思考，实际上做得并不完善的交易者，处理其思想中的各项冲突、对立和矛盾。第五，引导交易中，把这种思考策略整合到心智系统的实用层面上（规则下沉）。

马克·道格拉斯阐述了概率方式思考应遵循的基本原则。

“要从概率角度思考，你必须创造出以心智结构或心态配合概率环境的基本规则”。与交易有关并且以概率为基础的心态由下列五种基本事实构成：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，任何事情都可能发生。这种事实可以这样解读：股价具有随机性——微观随机。已知和未知的变量会不断流动产生一种概率环境，使我们不能确定接下来会发生什么事情。

第二，要赚钱不必知道下一步会有什么变化。这种事实可以这样解读：赚钱的重点在于随机规律的把握——概率优势的识别与把握。在交易中识别并选择有利时机出现的概率优势下注。你不需要确定每局都赢，只需确定能稳定捕捉概率优势的时机。

第三，定义优势的任何一组变量产生的盈亏都是随机分布的。这种事实可以这样解读：即使投资决策具备赢面大的优势概率，每单次投资的结果盈亏仍是不确定的。优势概率也含差错率。

第四，优势只不过是显示一件事情发生的概率高于另一件事情。这种事实可以这样解读：接受宏观有序理念，接受过程重于结果理念。

第五，市场中的每一刻都具有独一无二的性质。这种事实可以这样解读：相似性的重复是有差异性的重复。

当你接受这五种事实时，你的期望就总是会符合市场环境中的心理事实。

马克·道格拉斯认为：要成为长期赢家，应有如下信念：

（1）我客观地看出自己的优势（达标的技术性难度极高，每个人作决策时都认为自己有概率优势）。

（2）我事先界定每一笔交易的风险（设定止损，使不确定风险变成确定性风险）。

（3）我完全接受风险，并愿意放弃交易（执行止损）。

（4）我根据自己的优势行动，毫无保留或犹豫（慎于思而敏于行）。

（5）市场让我赚钱时，我会酬谢自己（及时获利了结）。

（6）我不断检视自己犯错的可能性（动态评估风险）。

（7）我了解这些长期成功原则绝对必要，因此从来没有违反过（严守自律）。

这些信念、思维模式是长期获利的七大原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，马克·道格拉斯模式也有一定的局限。

第一，框架效应明显，学科分裂症突出。把投资问题90%看成交易心理问题；拿锤子，遇见的所有问题都是钉子。“但是 95%的交易错误起源于态度，即起源于你对错误、亏损、错过机会和赚不到钱的态度，这四种态度是我所说的四大交易恐惧。”例如对于“从事交易前，概率对你有利”，实战中错误更多在于识别能力问题：对立的交易者都认为概率对自己有利才交易。如何客观认定，而非主观认定？交易结果可能是：第一，双赢；第二，一赢一输。

第二，对于投资者而言，存在短板制约——投资者处在不同的成熟阶段主攻问题不同。存在短板漂移，问题会阶段性转换。初期是经验积累问题，中期是认知技能、情绪管理问题，后期是个性化投资体系确立问题。道格拉斯的这本书，没有 5 年以上的实践经验，理解不了作者意图的 50%。

第三，单元、多元逻辑思维问题。股市决策中遵守概率逻辑思维固然重要，但实战之际仍会面对多元逻辑整合问题。

第四，规则如何过渡到应用层次问题，这里存在断层。例如，作者反复强调决策制胜的关键是确认和利用概率优势。但如何识别概率优势？他未作解答，只讲其前提是读者已具备完整的股市技术分析知识。他将此问题作了转移。决策时机的选择应寻求、确认决策情境中的概率优势。概率优势不能保证单称决策成功，但它是一种在不确定性环境中成功决策的方法。

第五，作者对概率决策与期望值决策模式未加区别。在实际决策中概率与筹码将依据现价与个体期望值之差配置，而非仅依据概率大小配置。此外，提高胜率还要进一步区分全称概率与单称概率，单称概率决策要依据单称特征值修订决策精度，提高置信度，属决策过程中的“增信”工程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

股票决策与情绪管理

语录：

“作为一名投资者，你在这两个领域中的技能，将在很大程度上决定你的成功：心智技能和情绪技能。”

查尔斯·艾里斯，《赢得输家的游戏》

经验之谈：

股市既是国民经济的晴雨表，也是投资者情绪的晴雨表。情绪、投资者行为、非基本面因素对股价变动的作用远比经济、金融理论所认可的作用大得多——从常态来看，超过50%！

股市既是国民经济的晴雨表，也是投资者情绪的晴雨表。从长期来看，股市可以称为国民经济的晴雨表；从短期观察，股市更接近投资者情绪的晴雨表。林奇描述：“人类内在的本性让投资者的情绪成了股市的晴雨表。这些一点儿也不谨慎小心的投资者不断地在三种情绪之间变化，担心害怕、扬扬自得、灰心丧气。”㊀

托尔斯泰的《复活》描述人之行为，常常面对内心深处兽性人与理性人的冲突。凯恩斯称股市决策中一再呈现的非理性冲动为动物精神。成功投资大师

㊀ 彼得·林奇、约翰·罗瑟查尔德，《彼得·林奇的成功投资》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们一致的一个观点是，情绪化操作是成功投资之大敌。从某种意义上可以说，股市成功=基本面分析+情绪管理。依据行为金融理论的解读，在行为金融的世界，投资者行为受双重规则约束，既遵循人类的情感规则，又遵循有限理性逻辑规则。格雷厄姆大师描述了聪明的投资者应具备的性格特征："本书的目的在于，指导读者避免陷入严重的错误，并建立一套令其感到安全放心的投资策略。我们将以较大的篇幅讨论投资者心理问题。因为实际上投资者的最大问题甚至最可怕的敌人很可能就是他们自己。"㊀ 格雷厄姆认为，股市充满刺激与诱惑，具有恰当的心智与情绪者，方可避免一些投资决策方面的心理陷阱，更易取得投资的成功。而缺乏良好的适合股票投资性格品质的人，即使拥有更多的股票市场知识，在投资成果方面也会相对失败。

巴菲特对导师的观点进一步作了背书："要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀"。

大师们的一致之处在于承认情绪对于理性决策有重大的影响；分歧在于其作用的权数，影响程度的大小。

《通向财富自由之路》是范 K.撒普博士从业 25 年后，对证券市场主要规则的总结。撒普博士在这本专著中表述了这样的观点：投资成功由三方面因素决定：第一，心理状态——自我控制，影响权数为 60%；第二，资金管理，影响权数为 30%；第三，投资方法的系统开发，影响权数为 10%。

有些价值投资者则认为投资方法更重要。盖纳认为：上市公司的资产价值由两部分构成：价值大约 90%由公司产生的现金流主导；10%由市场不同时段的意愿和情绪决定。权数问题实际上是个因人而异、因投资信念而异的主观评价。每个人投资理念成熟度不同，每个人性格的强弱项不同，情绪化因素对决

㊀ 格雷厄姆，《聪明的投资者》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策的制定与执行的影响权数就不同。

或许，这就是经济、金融理论家忽视情绪的作用，而投资大师、实战人士总喋喋不休、梦语般评议情绪作用的原因。一个是从理论、逻辑推导结论，让现实符合理论；另一个是从现实的枪林弹雨中寻找生存规则，不得不正视情绪与行为的作用。

投资成功=知识体系+成功所需的心理约束。成功所需的心理约束即控制、驾驭自己的情绪。成为聪明投资者的重要条件之一，是性格而不是智力。此观点在股票市场不断获得印证与认同。美国某成功的基金管理公司的人力资源管理部门，通过扑克竞赛培训和选拔投资管理人员。其管理者依据的理由是：可通过扑克竞赛考察竞赛者是否具备基金经理所应具备的处置不确定性决策的特殊气质与性格。世上存在某种应对风险的特定能力和成熟性格，它们难以通过其他任何途径得到。通过扑克竞赛与赌博，训练员工如何在不确定性条件下科学决策，甄别员工的职业性格，寻觅思维敏捷、神经坚强、拥有数学头脑的岗位应聘者。

情绪影响投资决策的路径，表现在以下方面：

第一，情绪会导致预期偏差。情绪是影响投资者对市场、股价未来期望值高低的重要变量。情绪体现投资者对未来多空形态的主观判断。过度乐观会导致主观上降低风险意识；过度悲观则会放大风险。塔勒布认为：投资者是容易发生概率估计偏差的群体，尤其是当发生新鲜或罕见事件时，情绪（动物精神）起更大作用。[㊀]

第二，情绪是决定投资者行为的重要因素。一方面，情绪影响投资者信息处理、解读能力。情绪影响决策者信息处理的方式，回避、忽略与之期望相矛盾的信息，偏袒一致的信息。另一方面，情绪影响逻辑思维能力。情绪化决策不依据分析逻辑，转而依据感情、感觉决策。有些投资者依据直觉、感觉、情

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绪决策。有些投资者依据系统方法，深思熟虑决策。过度乐观、过度自信会导致过度交易，依据极少信息做交易。人的情绪决策的结果经常会违背决策者自身的理性经济利益。投资者情绪变化会导致估值标准变化，进而导致行为变化。

第三，情绪制约决策执行力、执行度。投资策略执行难所面对的问题之一就是情绪化操作、情绪波动会改变规则，或造成规则执行能力降低。情绪化操作导致投资规则名存实亡，无执行力。一边是明确的道理，另一边是不断重复的错误。情绪化操作导致投资者不能遵守自己的投资规则、纪律。股市中频频出现投资者痛心疾首、下不为例的案例，源于不能自律、自控，屈从于追求眼前、短期的快乐、利益，而放弃长期利益。

“投资者总会在某些时候试图放弃投资的基本原则，而屈服于贪婪或恐惧。”㊀ “投资中最困难的不是控制智力，而是控制情绪。在情绪化的环境中保持理智是不容易的。最困难的事情不是推断出最优的投资策略，而是维持对市场变化的长期关注，并坚持合理的投资策略。在牛市和熊市中坚持合理的投资策略非常困难，也十分重要，尤其是在市场先生不断诱骗你进行改变的情况下。”㊁

导致情绪化决策的原因有主观的，也有客观。

（1）主观原因：错误信念。道格拉斯在《交易心理分析》中阐述了投资信念与情绪管理的关系。信念是主体对环境特征值的体验与概括，但这种概括未必是对现实的准确陈述。信念有下列作用：第一，信念管理人们的认知，以符合人们所相信事实的方式解读环境信息；第二，信念会产生期望，期望是投射在未来某一时刻的信念；第三，无论你有无明确的自主意识，信念都支配你的行为；第四，信念会影响你对行为结果的评价。例如，娱乐化投资本身是随波逐流的情感寄托与宣泄。它可以使情绪化操作成立。

此外，个人情绪化决策空间大小也取决于股市相关的知识、经验的多少。

㊀ 布伦南，《赢得输家的游戏》之前言。
㊁ 查尔斯·艾里斯，《赢得输家的游戏》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的感情强度随其对事实的认知而向相反方向变化——知识越少，经验越少，越感情用事。例如，各种突发危机通常以前所未有的形象出现。经验越丰富，恐惧的反应越小，越淡定；因为面对各种令人恐惧的信号时，经验可以提供相关回忆。一旦恐惧超出经验值，投资者会无所适从，陷入恐慌。所有人会过度厌恶恐惧，集体转向安全。

（2）客观原因。不确定性环境为情绪滋生提供充分空间。情绪在一定意义上是行为偏离常态理性模式的程度。在不确定情景中，由于找不到标准理性模式，不免充斥着情绪因素的作用。复杂性导致雾海迷失，在这个意义上，存在受迫非理性。决策者所面对的决策情境模糊度越高，情绪化操作的空间越大。

下面具体介绍情绪管理。

股票市场既是机会流程，又是风险流程。如何用正常的心态对待机会与风险？这是情绪管理问题。“管理强调的是意识和重新导向，而不是对抗或压抑某种情绪。”[⊖] 情绪管理是指通过对自身情绪和他人情绪的认知、引导和控制，培养个人驾驭情绪的能力，达到预期管理目的。情绪管理的目的是人要控制情绪，而不能被情绪所控制。情绪管理并非是消灭情绪，而是通过情绪疏导，实现行为合理化。管理在于有目的地对情绪进行疏导、排遣，包括注意力管理、注意力转移。

（1）情绪管理涉及对情绪的识别、认知。因为情绪常常是自发的，属无意识或潜意识层面，所以情绪管理的前提是识别。识别涉及投资者个人情绪与市场情绪或集体情绪。

情绪是个体对外界刺激的主观的有意识的体验和感受，它同时具有心理反应和生理反应的特征。这种短期的主观的感觉叫情绪，中长期的叫态度，长期的叫性格特征。性格是一种稳定的心理状态，如彼得森所言，自律就是一种性格特征。自律是指坚持一套专注的有组织的思维定式，应对股市疑难问题。自

⊖ 理查德·彼得森，《投资者大脑使用手册》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律的精髓在于情绪管理。

在股市，情绪主要来自期望与现实的落差，强烈的情绪来自大的落差。人们存在两类基本情绪，或正面，或负面。正面的情绪有自信、乐观、希望、愉快、幸福等，负面的情绪有自卑、悲观、焦虑、不幸等。正面、负面情绪无好坏之分。市场低于预期，常滋生负面情绪；高于预期，滋生正面情绪。过度自信也是一种不当情绪。情绪最基本的四种表现是：快乐、愤怒、恐惧、悲哀。情绪包括四个方面的反应：主观感觉、生理变化、表情动作与行为冲动。

要区分个人情绪和集体情绪。如果投资者感觉不安或恐慌，就要重新审视自己持仓的风险敞口状态，有无重大漏算或事态已大幅偏离预期。某些不安情绪的产生是因为投资者已步入险境，风险已考验投资者的承受能力，这时要重作一轮风险评估。

集体情绪可描述为集体对所感知环境的评价。集体情绪具有相对独立的运行周期。了解集体情绪有助于我们解读市场。一般通过情绪指标、情绪指数作集体情绪解读。情绪指标包括：市场整体指标——风险溢价水平；封闭式基金折价率；投资者新增开户数等。情绪指数代表乐观、中性、悲观。它可通过市场参与人的预期（期望收益）与标准状态（平均水平）的比较推断结果。

集体短期情绪指标是快速测试剂，可解读市场对利空、利多信息的反应。如果市场弱势，投资情绪低迷，则对利多消息股市会弱反应，呈现一日游行情；对利空信息则反应敏感。

情绪具有以下几个特征。第一，情绪只能观察，不能预测。我们无法预测主观的内在的感受，但是我们能够通过其外显的行为或生理变化来进行观察和推断。第二，情绪指标是同步指标，不是超前指标。情绪指标具有易变性，情绪变化的速度远远快于基本面因素变化的速度。“令人吃惊的是，投资者情绪转变之迅速达到了令人难以置信的程度，甚至即使事实根本没有任何改变。”[1] 第三，情绪与股价存在互动关系。一方面，情绪是影响股价的重要因素之一，它

[1] 彼得·林奇、约翰·罗瑟查尔德，《彼得·林奇的成功投资》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响人的思考方式，影响人的预期合乎理性模式的程度；另一方面，情绪又受股价波动影响。不同级别的波动，引发不同损益，引发不同级别的情绪波动。集体情绪与股价之间存在相对独立的循环周期，包括其中存在的正负反馈机制。这是因为情绪来自我们的动物本能。股市大幅波动，通常标志着人的情绪而非基本面的大幅波动。这种情绪来自通常所言的贪婪与恐惧。它是由股价波动导致投资者账面资产波动，从而刺激产生的生理感应——兴奋或心理压力——紧张、恐慌。情绪能导致极端行为的产生。“某个由于赔钱而情绪极差的人可能咒骂你直至声音嘶哑。”[一]

（2）情绪管理的关键是建立正确的心态，抛弃错误的理念。马克·道格拉斯认为，正确的心态是专业技能的一部分。正确的心态包括建立、形成概率式思维，也包括学会接受风险。如果你从内心接受你对交易成败负责，而不是由市场负责，就能正确对待错误、亏损。你承担绝对责任时，就不会体会到这些负面的情感。建立正确的心态也包括要学习控制自己，摆正主体与市场的关系。你要去适合市场，而非市场适合你。市场既是机会流程，又是风险流程，市场是中性的，在于你如何把控。

马克·道格拉斯认为，情绪管理的关键是投资者要构建一套适合复杂环境的心智系统，即树立适合或然世界的心态和理念。这种心态和理念，在既定的市场环境下会体现为我们对情势的看法，体现为我们对市场未来主观设定的一个期望值。情绪管理的核心内容之一是期望值管理，要保持中立的、理性的期望。投资者情绪波动的根源来自投资者对市场未来的预期差。这种预期差实质是投资者的期望值与实际值之间的落差。你不可控制市场，却可去适应市场。市场永远是中立的。你的心态是外在环境变化的结果。错误心态会导致大量的负面体验。如果市场低于预期，会激发投资者的负面情绪，如失望、挫折感；如果市场超预期，会激发投资者的正面情绪，令其更加自

㊀ 纳西姆·道格拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信，欢愉。

马克·道格拉斯在《交易心理分析》中提出了适合股市心智系统的五大核心理念，这五大核心理念是情绪管理的基石。因为当你接受且行为受这五大核心理念支配时，你的期望就总是会符合市场环境中的心理事实，从而能理性、淡定处世，波澜不惊。

理查德·彼得森在《投资者大脑使用手册》中同样强调，情绪是种主观感觉。投资者强烈的情绪产生来自预期差，包括以下三种来源：第一，预期与现实之间的差距大小；第二，个人所具有的类似的经验（或训练）；第三，个人所具有的任何意义重大的记忆或联想。预期与现实差距小，激发的情绪弱；差距大，则激发的情绪强。

情绪管理的疑难问题之一是如何处置“又自信又不自信”之决策悖论。如果你不自信，就不能果断决策，就会不断失去机会；如果过度自信，因为“微观随机”，就单次事件而言，一切皆有可能，过度自信会遭遇随机愚弄。何为正解？笔者一度困惑。此困境令人想起大学本科上哲学课之际，同学向老师提问：“处置事物，如何把握辩证法所言的‘适度’？少之不及，多之则误。”老师拿捏半晌，最后给出一个绝妙的答复：“‘度’之把握，就是日常所言‘寸劲’之把握。”这答案只能会意，不能言传，说来说去成了定义循环，还是不知所云。

情绪管理关于既要自信，又要不自信之谜，笔者探索所得的最合理答案是：问题并不在“又自信，又不自信”之“度”的把握，而是把自信与不自信区分为两个命题才是正解：对自己的投资理念、投资方法要足够自信，要相信其长期有效，是不可偏离的原则；而对每个单项结论要不自信，因为“微观随机”，因为“结果有不确定性”，务必要动态、小心求证。

（3）行为金融认为，情绪管理能创造收益。因为情绪失控，会造成决策偏差，导致失误。行为偏差则是超额收益的主要来源之一。第一，失控的情绪偏离理性决策，造成投资损失；第二，错误心态是根源，导致大量负面感受及自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我循环；错误心态导致错误交易，错误交易导致亏损，亏损滋生市场威胁感，亏损的累积导致恐惧，恐惧的心态又加剧错误，由此形成恶性循环。

投资者特定品质与其事业成功有密切的关系。几位大师列出了以下克服情绪化的方法、规则：

第一，要制定并执行明确的长期的投资策略。“投资策略是对付恐慌最有力的解毒剂。保护长期投资策略免受短期不利数据影响的最佳路径就是知识和理解。”“投资策略模糊不清的情形太常见了。”㊀ 量化投资策略为人所需的一个重要理由就是通过制定规则、模式、程序，克服情绪波动对客观判断的影响。

第二，严格自律。在既定策略之下，要强化投资纪律与投资流程管制。要采取某种机械方法，控制人性的弱点：严格的投资涉及一系列严格的决策流程、决策纪律。坚守和执行这些规则必须排除一些心理与性格本能的干扰。娱乐化投资可以是情绪化操作。凯恩斯讲：“人类本性喜欢速效，对于快速来钱总是有特别的热情，普罗大众对于更遥远的收益，其热情总会大打折扣。完全缺乏赌博天性的人就会感觉这种置业投资游戏无聊、费力到无可忍受的地步。”㊁

第三，情商重于智商。情商又称情绪智力，包括以下内容：第一，认识自己的情绪——自我认知能力；第二，妥善管理自己的情绪——自控能力；第三，自我激励——自控能力，可承受打击、挫折，能走出低谷；第四，认知他人情绪——与人交往、沟通的能力；第五，人际关系管理——领导、管理能力。从总体上来说，情商就是要处理好情绪与逻辑的整合问题。情商识别重于情商培育。情商＝管理情绪的能力。情商的作用是驾驭本能、直觉。情绪文盲是指没有能力表达和控制自己的情绪、也不能理解和接受他人的情感的人。情商由丹尼尔·戈尔曼在《情绪智商》一书中提出，戈尔曼认为情商是“认识

㊀ 查尔斯·艾里斯，《赢得输家的游戏》。
㊁ 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到我们自己和他人的感受的能力，激励自己的能力，很好地控制自己的情感和在社会交往中情感的能力"。[1] 人贵有自知之明。有自知之明方可扬长避短，锁定技能与情绪最佳组合区域。进行情绪管理，要训练自己正面地看待问题。情绪不在于客观状态，而在于我们看待问题的方式、心态。就智商与情商的关系而言，有时能力多强不重要，重要的是正确了解、评估你的能力，在合理范围内运用你的能力。把握可知的且重要的东西，不要在不可知、不重要的事上花时间。

[1] 理查德·彼得森，《投资者大脑使用手册》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

证券投资命题证伪困难

语录：

“我们是寻找原因的动物，习惯于认为一切事情都有确定的原因。实际上没有可见原因，甚至在很多情况下没有可选原因。”

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》

经验之谈：

复杂，如果超出我们的理解能力，不仅会出现不能归因问题，也会出现任意归因、不可检验、不可证伪问题。

让我们重回第一章的争议：股市有无只赢不输的投资方法问题。争议的双方相持不下，谁也不能说服对方。争议实际在向我们提示另外一个投资实践中经常遭遇的难题：证券投资方法、结论证伪困难问题。

股市证伪困难之一，证券世界不能用我们习惯所用的常规逻辑证伪，即逻辑正确，结论未必正确。

或然性世界并不服从我们惯用的演绎逻辑。笔者曾读过这样一个砌墙的故事。《爱丽丝漫游仙境》的作者刘易斯·卡罗尔，同时也是一位大学数学教师。一次，他给学生出了这样一道题：砌一堵 20 米长、10 米高的墙，需要 10 名工人干上 10 小时，现有 6 万名工人，需要干多久。片刻，数名学生抢着回答。听了几个答案后，老师叫停。老师给出的答案与学生的答案完全不同。老师的答

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案是盖不成这堵墙，因为施工场地站不下 6 万名工人。

老师的本意是讲述这样的观点：跳出常规思维是获得创新的关键。

将这个故事用于股市解读，妙处在于说明：复杂命题，不能用常规逻辑或单元逻辑证伪。砌墙的故事按数学逻辑有正确答案，逻辑上正确，实践中错误，行不通。股市中只赢不输的方法也是这样的问题，只要“高抛低吸”，你就能只赢不输。问题在于结论的实现条件——如何做到“高抛低吸”，你是否有能力持续做到“高抛低吸”？笔者曾聆听过一位刚入市者讲述令其兴奋得近乎一夜未眠的重大发现：“我昨天观察股市，发现有些股价每天最高价和最低价能差 2%。如果我每天在最低价买，在最高价卖，除去手续费，一年 250 个交易日，再除去部分失误，年收益翻翻不是难事。”笔者无语，只能一笑置之。你不能说人家算法不对，也不能用逻辑证明其推论错误。

许多分析师会告诉你他预测股价未来的逻辑，讲述未来股价逻辑的故事，权且把这当作故事和一种猜想。这个猜想的落实全在于你对假设条件的理解与把握。逻辑上一般不会错，但假设经常与现实相冲突，且现实遵循的不是单元逻辑。这是分析误差的主要来源之一。分析师未必错，但其建议和结论未必对。买者责任自负。如果你决策出错，那么承担的不是认知之错，而是投资损失。

股市证伪困难之二，证伪周期长。

股市中的一些重要投资经验和规则是否有效，必须经历全周期性压力测试。一种投资方法是否有效，是否适合你，只能用长期收益率证实或证伪。股市短期随机，长期有序。长期靠能力，短期靠运气。考验一个投资者的能力高低，至少要考察 3～5 年或以上。长、短周期是有区别的。周期与遍历性有一定的关系。遍历性是指多种情境周而复始地轮回，不同可能性的实现呈现为一定的（最低的）频率与足够的时间跨度，并非是单一情境的不断轮回。短周期代表阶段中的某种情境；长周期才能代表周期不同阶段的基本、典型情境轮回。证伪困难在于不仅要证明方法在短周期内有效，也要证明其在长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期有效，至少能证明该方法在长周期中不会带来不可承受的损失、风险，而非仅适合短周期某种情境。长周期至少在 5 年以上。方法的系统性、整体性评价涉及方法对多样性决策情景整体适应性的高低。方法整体评价特征之一就是避免异常值、极值打击能力。防止短期有效、局部有效，而整体低效或无效。

命题证伪有些也需要较长的时间序列。1986 年笔者在研究生学习期间读过萨缪尔森的《经济学》一书，其中萨缪尔森所举的一个例证故事始终在笔者心头挥之不去。该故事讲的是爱因斯坦与玻尔就量子论中的不确定性原理成立与否存在学术争议，两个阵营都不能靠举证令对方首肯。爱因斯坦终生都没有接受量子论的不确定性原理。争议最终靠代际更替平息，靠下一代科学家认可，接受量子论而结束。当时对此种解决方式颇有些不解，大师何以至此？现在可理解为复杂问题的证伪困难以及人类对事物复杂性认知的困难。

日本核电技术的应用始于 1971 年，已有 40 多年的历史。日本建有 57 个核电站，提供了日本总电量的近 30%。2011 年 3 月 11 日 9.0 级大地震直接导致福岛第一核电站发生放射性物质泄漏及爆炸，造成 20 多万名福岛居民离开家园，数百人被辐射。这次事件引发日本，乃至全世界对核电技术安全性的反思。德国、日本都出现了要求停止运行核电站的浪潮。日本福岛核电站事故已经改变了人们对核电站收益与成本核算的结论。在某一时期，一些方法、技术不管多频繁地获得成功，但如果失败一次的代价太沉重，那么它存在的意义就成疑问。正如塔勒布所言："如果失败的代价过于沉重，难以承受，那么这件事成功的概率有多高根本无关紧要。"[一]

从失败学角度来讲，重大的技术革命经历 40 年后也不算进入安全区。类似的技术还有转基因技术。人们担心若干年后发生无法预期的变异，数十年也难以下结论。

[一] 纳西姆·道格拉斯·塔勒布，《随机愚弄》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市证伪困难之三，股市存在持续不确定状态，无法证伪。

股市判断证伪困难的一大原因在于投资者实际面对的观察值包含三类信息：真信息、伪信息和不确定信息。从测量学意义上讲，它们可能是真值、伪值及不确定值。你所能获得的观察值未必是真值。误差就是观察值与真值之间的量差。

股市的一些题材炒作仅属于讲故事，实际持续处于不确定状态，无法证实，也无法证伪。我们可参考重庆啤酒乙肝疫苗案例。2011 年 12 月 8 日重庆啤酒公布治疗性乙肝疫苗 II 期临床试验揭盲结果。疫苗实验结果与安慰剂相比无显著疗效，随之而来的是 11 个跌停，从 2011 年 11 月 25 日的盘中最高价 83.12 元下挫至 2012 年 1 月 19 日的最低价 20.16 元，期间累计跌幅高达 75.75%。这是个持续 13 年的故事。据统计，自 1999 年 4 月重庆啤酒公布该项投资以来，13 年期间起起落落，该题材促成重庆啤酒 48 个涨停板。13 年期间，该项目实际一直处于不确定状态之中。你既不能证实，也不能证伪。直到结果揭盲前期，仍有研究报告对该股维持强烈推荐评级。理由在于：该疫苗有可能于 2013 年在国内上市，并于 2015 年在全球上市，面临 3.5 亿乙肝人口，其市场潜力巨大。事前，这也是一种不可排除的可能性，不过属于小概率事件而已。笔者所见，天相公司的分析师就比较谨慎，仅按啤酒业务对企业估值，认为其股价在 20 元左右。

对技术投资和动量投资而言，只有好机会，没有好股票。2012 年 1 月 19 日重庆啤酒股价跌到 20.16 元最低价之后，一个半月之内，到 2012 年 2 月 29 日，股价最高回升到 40.88 元，与 1 月最低股价相比，回升了 102%。从所获公开信息观察，这是私募基金利用动量投资原理与故事言犹未尽，尚存某些持续不确定性，而进行的一次成功炒作，与公司基本面变化无关。基本面不可能在一个多月中变化幅度达 102%。实际上，直到 2012 年 4 月 18 日公司才发布公告，披露了乙肝疫苗 II 期单独用药组（北京大学组）临床试验总结报告，认定乙肝疫苗治疗剂量在主要疗效指标和次要疗效指标中无显著疗效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何策略都可成功，关键在于你是否有这种把控能力。这个案例也可以理解为股市中的心理战案例。不确定性，对另外一些人来讲造成恐慌，对另外一些人来讲倒成为投资机会。

股市证伪困难之四，如何证明差错率的合理性？只有相关规则，没有固定、量化标准。

一般而言，股市方法、命题有效性检验标准是检验其预测的准确度。股市以成败论英雄，说什么都没用，要看实战成败。对方法、复杂模型如何裁决，可参考霍金 2006 年在香港演讲所谈的标准："人们总可以将历史往更早的时刻延展，在这个意义上，任何所谓的宇宙开端都是人为的。我将采用所谓的实证主义方法来对付这些问题。在这个方法中，其思想是，我们按照我们构造世界的模型来解释自己感官的输入。人们不能询问这个模型是否代表实在，只能问它能否行得通。首先，如果按照一个简单而优雅的模型可以解释大量的观测，其次，如果这个模型作出可能被观察检验、也可能被证伪的明确预言，这个模型即是一个好模型。"

方法、模型的有效性检验在于：对已发生的事实作出合理解释；对未来作出明确、可检验的预测。然而，对证券市场和对或然世界的推断、命题而言，预测检验演变成对概率值真伪的检验：其命题是对不确定度的刻画，验证不确定值的可靠性。这种证伪难度高于演绎法证伪。它不是出不出错的问题，而是确认公认、正常的差错率问题。它不是验证世界有无黑天鹅，而是要验证黑天鹅出现的概率大小。埃德加·彼得斯在《资本市场的混沌与秩序》中深度感叹证券市场证伪难，大家对市场有效和无效的争议，举证双方都面对证伪困难："几乎没什么其他领域的理论和实践经验会如此地不一致。"

如何认定合理差错率？这没有固定的量化标准，一般采用业内共识。这种共识仅是一套可以共同接受、认可的规则。复杂问题的验证规则，不妨参照美国高等法院 1993 年设定的科学证据取证规则——道伯特法则。

道伯特法则规定：应采用以下四种方法来检验专家证言是否具有可采用性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和可靠性：第一，专家证言的内容是否能通过科学方法来加以检测；第二，作为专家证言基础的理论或技术是否已发表，并且经受住同行严格复查的检验；第三，作为专家证言基础的研究方法或技术的出错概率有多大；第四，就作为专家证言基础的技术、方法和理论而言，在某个特定的科学领域中，有多少学者能加以认同和接受。

股市证伪困难之五，股市命题证伪没有统一的客观标准。

证伪，需可检验，那就要有检验标准。股市命题、方法验证标准特殊。证伪标准各自不同。只有相对标准，没有绝对标准；只有主观、个性的标准，没有统一的客观标准。

混沌理论一个著名案例——英国海岸线有多长。看似一个中学生提出的简单问题，其结果却十分复杂，答案更是匪夷所思。早期，英国数学家路易斯·弗赖·理查森最先关注和研究一些欧洲国家不规则的海岸线应该如何计量的问题。他查阅西班牙、葡萄牙、比利时与荷兰的有关数据，发现在计量同一个国家的海岸线长度时，竟然有 20%的误差，路易斯·弗赖·理查森认为，这种误差是因为他们使用不同长度的量尺所导致的。

在路易斯·弗赖·理查森论文的启发下，法国数学家曼德尔布罗特对海岸线问题进一步深入研究，1967 年，曼德尔布罗特在美国《科学》杂志上发表了一篇《英国的海岸线有多长？统计自相似性与分数维数》的论文，关于英国海岸线有多长的问题，曼德尔布罗特得出了令人震惊的结论：没有精确结果，不知英国海岸线有多长。无论你做得多么认真细致，你都不可能得到准确的答案，因为根本就不会有准确的答案。海岸线的不规则性，导致英国的海岸线长度是不确定的！不同的衡量尺度会有不同的结果；它依赖于测量时所用的尺度，用公里计量和用米计量，结果不同。

混沌理论针对复杂系统不规则状态的计量创造了分形维数概念，也揭示了传统的阿基米德几何整数维世界划分之外的分形维数世界的存在。在传统的阿基米德几何中，直线或曲线是一维的，平面或球面是二维的，具有长、宽、高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的形体是三维的；对于分形如海岸线这样的复杂性，无法用维数等于一、二、三这样的整数数值来描述。分形维数揭示：在三维空间之外，还存在无穷多的分形维数空间。分形维数反映了复杂形体占有空间的有效性，它是复杂形体不规则性的量度。

英国海岸线有多长的疑问，是从混沌理论的新视角对证券市场解读的启发。第一，描述和度量复杂世界是一件极为困难的任务，到目前为止仍处在不断探索之中。事物的不规则性在某种意义上等同于事物"非标准化"状态，也就是事物难以精确的模型化状态。解读证券市场的一大困难，正在于缺乏系统性描述各类股市"非标准化"状态的语言（概念）与分析类工具。这造成沟通与解读上的困难。且这种状态还在不断的变化，原先的"概念"、结论——事物主观特征值的概括、描述与"真值"在不断偏离。或许这就是投资家提出要尽可能对一切重要概念和结论，能检验都要进行"验证"的原因。第二，在复杂系统中，主客观互动的作用十分突出。关于海岸线有多长的问题，没有客观、统一、正确的标准，只有个性标准，只有符合某种主观需求的标准。测量结果因主观需要而选择的衡量尺度不同而不同。第三，答案因人的客观需要而异，存在多重解，不存在最优解，也不存在唯一解。正所谓"仁者见仁，智者见智"。该问题的答案没有精确的最终结果。没人能算出英国海岸线到底有多长。你可以说是 N 公里，他可以说是 Y 米或 H 厘米。但折算到一个标准单位会是相互冲突的不同的结果。

尺子不同，无统一、客观的标准，无单一解，导致证伪困难。在股市，不同的方法均可成功。在股市投资，可以作为抢帽子游戏，也可以作为选美标准之博弈，这是种客观存在。如果你擅长玩这种游戏，有能力捕获机会，也无可厚非。不过，能获胜者仅为少数人。对同样的事件、同一结果，因不同的理念、不同的规则，有不同的标准，不同的结论。例如一波行情，你说是反弹，他说是反转，短期与长期评价可能完全不同。从短期看，冲高又回落，说反弹者正确；半年或一年后看，一波一波逐步走高，说反转者也准确。这就引发了以下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个问题：

第一，没有统一、标准的答案，如何证伪；第二，各有各的参照系，会得出不同的结论，如何证伪；第三，或有发生，确证度证伪困难，又该如何。

股市证伪困难之六，证伪困难与归因困难有一致性。

证伪的含义是理论或命题由于经不起相关事实观察和实验的检验而遭到失败。检验是将待检验的命题与有关经验事实相比较，以确定二者是否相符合，符合属证实，不符合属证伪。证伪的困难多在于命题的“可检验性”上存在困难。如果不可检验，无法证伪，那么，命题就不属于“科学”的范畴。人们认为：投资不是科学，而是艺术，证伪难确实为其提供了佐证。科学、理论始终在追求“普适性”，在揭示动乱中的“秩序”。股市则充斥着不规则运动，每项决策都是“个案”。或许复杂性的别名就是证伪难。就复杂系统而言，归因困难与证伪困难相伴相生。

第一，证伪困难在于投资者不习惯于非因果思维模式——概率思维模式。因果思维、线性思维、归因分析，是一种根深蒂固的思维模式。人是归因动物，习惯于因果思维。一方面，人的本性和本能是在相对确定性的情境下决策。即使在不确定性情境下，也要谋求相对确定。另一方面，人们习惯的因果思维范式，常常本能上就不接受非因果关系，不接受随机性。凡事总有个缘由、因果，才能满足、止步。依据因果关系模式：有因必有果；有果必有因。投资者要失去因果思维，直面不确定性世界，犹如身心悬在空中，始终不踏实，情绪不稳定。概率关系不是因果关系，而是或然关系。在这种关系中，有果未必对应有因。随机波动，属非因果波动。复杂性导致归因困难。然而，即使复杂、混沌系统因果关系模糊或失效，也不能简单用因果模式证伪，也有多数人仍在寻求闭环因果解释。

2010 年南非举行的世界杯足球赛，诞生了一位预测明星——章鱼保罗。它对德国队的 6 场比赛预测准确性为 100%。幸亏章鱼的寿命仅为 3～4 年，不能经历下一届世界杯的证伪。在 2012 年欧洲杯期间冒出的“驴保罗”、“乌龟保罗”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均遭失败。案例只是证明：人们热衷于接受结果高于一切，热衷于找出两个不相关世界之间的关联。“我们是寻找原因的动物，习惯于认为一切事情都有确定的原因。实际上没有可见原因，甚至在很多情况下没有可选原因。”㊀

噪声与证伪困难有一定的关系。随机，在一定意义上讲就属于噪声。费歇尔·布莱克在《噪声》一文中写道：“更为常见的是，噪声使我们很难对金融或经济市场的运作实践或学术理论进行测试，所以我们被迫在很大程度上摸黑行动。”㊁

第二，复杂系统、相关关系并非简单的因果关系。相关关系是指两种或两种以上现象存在相互依存关系，但数量上不存在确定的对应关系，其数量关系要用统计科学确认。

复杂系统的一大特征是非线性关系的存在。系统中要素和主体之间的关系不是自变量和因变量之间的线性因果关系，而是相互作用的关系。这种相互作用包括系统内的正、负反馈作用。这种非线性作用过程、机理，属于认知盲区、黑箱过程，事先无法归因，只能后验，才知其真正市场效应。市场不能被准确预测与认知盲区、黑箱过程等价。这种等价，反而使我们对过去事件的解释存在很大的自由度，存在巨大、主观、任意的归因空间。

相关未必能归因，却又无法证伪。这就为错误归因、八股式股评、任意相关且不可证伪的股市分析提供了广泛的生存空间。广播、电视至少九成以上的股评存在模糊性与任意相关问题。股价变化，其相关因素众多，你可以找到数十种因素。如果再加上各类因素的各类模式组合，可达数百种。这其中包括短期作用因素、长期作用因素，随机因素、因果因素。这些因素、模式与股价之间的相关关系成立，但相关程度、作用权数无法确认——堪称高度模糊。这就会形成“八股文式”的通用股评模式——找个相关因素就能当作当下股价变动

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。
㊁ 瓦迪伦格姆，《终极投资者》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的解释。这是个“任意相关”的通用模型。除了给听众找些“确定性”的理由安慰不确定的心境之外，没有其他疗效。

第三，证伪难或许属于可原谅的无知之错。如《清单革命》所述：“人类实践活动为何遭遇失败？一类原因是我们所做的事完全超出了我们的能力范围，必然失败。”《清单革命》的作者阿图·葛文德引用了哲学家的两个观点。第一个观点是人类的错误分为两大类型。无知之错，可以原谅；无能之错，不可原谅。或许我们犯错，是因为没有掌握相关知识（不存在这样的知识）；或许，我们犯错，不是因为没有掌握相关知识，而是没有正确使用这些知识。第二个观点是世界上的问题分为三类：简单问题，复杂问题，极端复杂问题。简单问题属具有明确解决方法的问题；复杂问题属没有直接解决方案，需要分解、需要不同专业人来合作解决的问题。例如火箭发射，它需要多部门资深专业人士合作。极端复杂问题属每个问题都独一无二；过程极为复杂，专业知识、技术很重要，但不是获得成功的充分条件；结果高度不确定。葛文德认为抚养孩子就是属于这类极端复杂问题，这是个不可逆的个性化发展过程。

对照这两个观点，更能体现证券决策难度的等级。“无知之错”，很符合“不确定性情境决策特征”。证券投资由于涉及学科知识过多而形成自身可用的“知识匮乏”。它涉及的不是掌握知识多少、应用多少的问题，而是知识、经验共同起化学反应，转变为特殊技能的问题，即创造性解决非标准决策的问题。它没有完备、清晰的知识清单与之匹配。

在三类问题的归属上，股市属极端复杂问题。因为它：第一，不可准确预测，结果不确定；第二，没有标准答案，每次都需创造性决策。

复杂，如果超出我们的理解能力，不仅会出现不能归因问题，也会出现任意归因、不可检验、不可证伪问题。

证伪困难=归因困难。这是因为两者有以下相似性：第一，存在非线性反应；第二，过程黑箱，事先无法归因，只能后验，才知其真正市场效应。第三，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无模型、无公式来准确计算。模型归因困难体现在：其一，因素权数不明，高度模糊；其二，过程黑箱，机理不明；其三，各类因素和多元逻辑呈现出综合效应、余数效应。

错误归因属投资经验积累过程中的误导性反馈，属噪声干扰。错误归因的后果表现在：其一，导致歧路慢行、歧路续航，错误归因会导致错误的经验积累；其二，规则之纠正比初始建立和强化正确规则更艰难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

股市——华尔街或拉斯维加斯

语录：

"我所喜欢的模式——用来把普通股的概念简化——是赛马中的彩池投注系统。如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实是一个市场，每个人都去下注，赔率则根据赌注而变化。股市的情形也是这样。"㊀

查理·芒格

经验之谈：

股票决策对企业信息至少有个最低认知门槛。认知未达此值的交易为盲注或噪声注交易。这类股票决策依据仅凭感觉，无清晰信息，属赌博式交易。

英文中股市决策常用 Game 一词。英文 Game 一词有游戏、赌博、博弈三解。此三解恰是股票投机的另三个雅号。股市赌博，一个含义是把股市视为以股价变化做赌注来赌输赢的游戏。这是智力博弈，是依据对其他人的行为预期而进行交易。例如大家常引用的凯恩斯的选股有如"选美"理论，好坏并非依据客观标准，而是多数人所认可的主观标准。股市赌博另一个宽泛的定义，是指不依据严谨的投资规则而进行金融交易就是赌博。依据这个定义，你会发现

㊀ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多交易者会在并不自知的情况下，在“投资名义之下”所进行的交易也属于赌博。实际初入股市者，不仅属试错者，也属不知情的赌博者，直到其找到有效的适合自己的投资方法为止。股价涨落激发人的情绪的涨落。股市是赌博很好的标的。因为它包括运气与技能的双重交错作用，有时甚至难以区分。初入市者常常因为需要获取经验而积极参与短期交易，一旦形成习惯，以至于早期情不自禁的赌博者，演变成终生都是赌博者而非投资者。

在赌场，为保证每局的赌局有最低的起始筹码，某些赌博游戏规定特定的座位要在发牌前先下一定数量的赌注，这种初始赌注被称为盲注。盲注属不依据信息的随机下注，它的输赢不赌技术，只赌运气。反之，还有聪明注。对赌场上的赌技娴熟，且在机会信息获取、解读上具有专业水准的赌客所下的赌注，被称为聪明注。

基于股票投资与赌博行为长期纠缠不清，许多赌场概念、技巧在股市横行无阻。在股市，人们对仅依据模糊信息或噪声而进行的交易叫盲注。通常，业余投资者或散户仅拥有稀少的信息资源、不稳定的投资方法，其投资具有不同程度盲注的成分。股市决策要有知情权，对企业信息至少有个最低认知门槛——阈值的要求。信息不齐备、不充分，但也要达到一定的知情度。未达此值的交易为盲注或噪声注，即股票决策依据仅凭感觉，无清晰信息，属撞大运，属赌博。

各类专业投资者与散户相比，具有专业与信息优势，且多是团队作战，其投资组合在市场上被视为“聪明注”，尤其是一些明星基金经理的持仓。观察聪明注的动向，尤其是观察、判断聪明注被套的格局、原因，不失为一种简捷、有效的投资方法。

笔者曾求解这样一个谜，按理论推导而言，盲注交易会导致股市财富持续从盲注方向聪明注方转移，从而造成盲注资源流失，难以为继。但事实上，盲注资源生生不息，规模、比例超级稳定。笔者观察，仅得如下答案。第一，这是个接力游戏，总有一定比例的“学徒期”的投资者要前赴后继地交学费，交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试错成本。盲注自有后来人。第二，噪声交易（盲注交易）自身也有涨落周期，对这个周期，聪明注也不能把握。只要盲注投资者没有触犯“天条”，没有遭遇极值打击，没有不停地割肉、换仓，盲注资源就会从聪明注手中定期回归，实际损失有限。在复杂性面前聪明注会不断犯“聪明误”类型的错误，股市自有“天眼”来维系股市自身的延续。聪明注有自己的盲区、死穴。盲注大多损失的是时间成本。

笔者曾见证过几位在期货、股票市场均很活跃的资深投资者所尝试进行过的一次赌博式投资。2002 年 4 月，一只 ST 股票面临自主板退市。这几位投资者在该股退市收盘前以 2.51 元的价格各买入 12 万股。其中一位对笔者坦言:“这 30 万元或许打了水漂，一去不回；或者能从柜台交易重回主板，翻几倍回来。”目前，10 年已过，该股仍杳无音讯。经查，它尚在柜台交易，市价为 0.57 元。但该股数年前已公告因债务关系，不能正常经营，也不再发布财务信息。好在这项投资仅占这位投资者投资组合中的有限的比例，是一局盲注游戏。

2000 年，吴敬琏老先生曾抨击中国股市存在过度投机，存在种种不规范，形容中国股市像个赌场，且是个“能偷看别人牌的”很不规范的赌场。赌场论惹起不同的解读与激烈争议。其实，把股市与赌场相提并论在国外也司空见惯。1971 年美国纽约州推出场外赛马赌博，刊登出这样的口号：“相对于股票市场，你会发现场外赛马赌博其实是一种更好的下注方式。”这曾招致纽约证券交易所主席的抗议：焉能把交易所与赌场相提并论！

笔者认为，股市的复杂性决定了股市的综合性与多功能性。股市既可投资，也可投机；既可以娱乐化投资，也可以赌博式投资：它可承载多样化、异质性的投资者，这正是股市的魅力所在。游戏性质如何认定，取决于股市决策的方法、理念，取决于股市交易“信念”的内涵。恰如比尔·威廉姆在《证券交易新空间》所言：“穿越疑云的关键仍然在于意识到我们正在做着何种游戏。这个游戏就是：以我们自己的信念系统来进行交易。如果我们想改变我们交易的结果，那么我们必须改变我们的信念。”“信念是那些我们知道是正确的东西”。股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市存在不同类型、不同需求的交易者。你可以做价值交易，也可做智力博弈和对赌交易。任何不确定性都能提供对赌机会，你也不难找到交易对手。一时的大输，有时可权当做了定期存款，到期会本利回归；一时的大赢，它也不过就是透支了未来的好运。

赌博自人类存在以来便挥之不去，自有其立身的理由。

第一，赌博是一种原始性的娱乐活动。赌博的目的并非单纯为赢钱，它的一项重要功能是满足人的某种精神和心理需求。赌是人的一种原始欲望、诱惑，它能满足人的好胜天性。小赌是一种娱乐。大赌有时是一种压力的发泄、排遣。赌场收费，在于提供了满足这种消遣需求的服务。我曾结识的两位朋友，在国外数年期间，把所有生存必需之外的收入均贡献给赌场。其中一位最后回国之前连续两次把家里寄来的机票变卖，放手一搏。直到收到第三次机票才罢手。笔者曾问这位变卖机票的朋友，赌场怎么有这样强大的引力。这位朋友说："机会皆在转瞬的意念之间，赌场能找到听天由命的感觉。"至今我对此意境还甚是不解。

第二，赌博是一种公平决策方式。赌博是人类面对疑难问题所采取的无奈却又公平的决策方式。赌博是古老的人类决策活动。信息模糊，双方预期高度分歧，结果悬疑不定，才构成对赌的前提条件。人类在发展早期，当找不到因果关系、找不到决策依据、面对不确定性决策时，赌博是一种决策方式。

1. 赌博与投资的相似性

投资、赌博总被相提并论，也在于二者存在高度的相似性。二者相似性之一是基本决策情境相似，均属不确定性情境下的机会判断。

赌博堪称是复杂投资决策的起源。第一，赌博本身就是应对高度不确定性的一种决策方式，且是古老却又长青的决策方式。第二，赌博的本质是一种机会与风险的抉择、博弈。在股市，理论上决定股票价值的因素及作用机理相对简单，但市场价格的实际变化则具有高度随机性、不规则性。投资者一旦以股票价格变化为中心，探索价格变化规则，追求价格波动引发的损益机会，那么股价本身就已变成赌注。股市的随机性不可预测，且不均匀的变化为参与者提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供了平等的损益机会选择。从这个层面看，股市既是投资场所也是赌场，并不为错，亦不为过。国外早就有先行者形容，股市随机性的变化像蒙特卡罗轮盘赌一样，为参与者提供了猜色子随机落点的机会。决定股票价格的因素及作用机理是类似生物系统的复杂系统。游戏结果存在高度不确定性，且这种不确定性或取决于客观概率，或取决于你的技能。

赌博与投资相似性之二，二者应对不确定性的方法、规则多有共同之处。

第一，应对复杂决策的基本方法之一为概率逻辑推理与计算，而概率的产生更直接源于赌博胜率的计算。早期的概率被称为古典概率，而古典概率有个不雅之称：赌徒数学。古典概率早期著作均与研究赌博胜率有关，例如意大利卡达诺 1663 年的《论机会游戏》、惠更斯 1657 年的《论赌博中的计算》。数学大师拉普拉斯 1814 年在《概率论哲学导论》中这样评述概率："一门源于研究赌博的学问居然成了人类知识中最重要的学科，这无疑是令人惊讶的事情。"

贯穿于整个古典概率的计算主要是掷色子、玩纸牌以及轮盘赌之类的机会赌博。概率为有利事件数目与所有可能事件数目之比。数学家为赌徒计算包含某些机会赌博的精确概率，解决机会选择问题。

第二，决策过程要遵守的基本规则具有高度的相似性：同属由运气加技能主导输赢的游戏。某些游戏，属初级游戏，纯属由运气主宰，例如掷币游戏、赌大小、轮盘赌；某些游戏是高级游戏，如扑克竞技。短期结果主要由运气因素决定，长期结果主要由个人的技能、经验差异决定。技能衡量=竞技结果的中长期均值，具有稳定性。

技能，主要体现为投资机会的识别、把握能力。传统金融理论从均衡论角度出发，大谈机会与风险对等规律，实际这只是一种宏观"有序"的理论性表述。现实的投资像是一场交互式的机会游戏。我们可以评估其他参与者成功的机会，也可利用对手的错误获胜。如果风险、收益对等，各占 50%的概率，在微观决策上称不上是任何"机会"。投资能力高低就在于：承担适度风险，把握有利机会，而收益与风险大幅错位才是出手良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌博与投资规则相似性之三，均强调遵守三公原则：公开、公平、公正。强调机会均等性，强调具有明确的游戏规则。对客户方的游戏参与者而言，彼此机会均等。随机性的一大特征是随机性提供公正的机会。随机性基于其不可预知，使决策者面对的损益机会均等。

1996 年，笔者在某财务公司工作期间，一位同事向我们讲述了令他难以置信的赌场经历。这位同事在珠海分公司任职。当时他去澳门还一笔 4 万元的借款。这位同事在还款之前，在澳门赌场游荡。最终停留在赌大小的赌桌旁，观察良久。当连续开“大”8 次之际，这位同事感觉天赐良机，如果连续下注必有获胜的把握。他下注 5000 元，赌第 9 次开“小”，输掉；再加倍下注 10000 元，赌第 10 次开“小”，输掉；再下注 25000 元，继续赌“小”，还是输掉。面对如此结果，这位老兄觉得不可思议。两袋空空，只能举步离开，却依然不能释怀，重新回到赌桌前，看下一把结局如何，这位老兄几乎不能闭上眼睛，第 12 次还是开“大”。借款未还，债务总额却成了 8 万元。

多年之后，笔者从行为金融的“赌徒谬误”方找到解释。赌徒谬误认为：随机序列中一个事件发生的概率与之前发生的事件有关，即其发生的概率会随着之前没有发生该事件的次数而上升。例如重复抛一个硬币，而连续多次抛出反面朝上，赌徒可能错误地认为，下一次抛出正面的机会会较大。实际状态是：假如抛币环境相同，抛出正面或反面的概率永远等于 0.5，在事件独立且等可能性成立的条件下，单次概率不会因前期结果而增加或减少。

笔者认为，赌徒谬误作为一种认知偏差一再被引入证券分析，则大量滋生“赌徒谬误之谬误”，特别是造成对全称概率与单称概率不加区分的问题。赌徒谬误依据的是古典概率。古典概率存在的概率环境为：第一，事件发生存在等可能性，环境封闭；第二，事件彼此独立，互不影响；第三，事件的可能性与对应结果，数目有限，可计量。在这种条件下，事件的全称概率与单称概率相一致。例如在抛币实验中，出现正面的概率，无论全称概率，还是单称概率，都是 0.5。但这些条件在证券市场并不存在。各类事件，包括同类事件，事件彼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此独立也不成立，也不具备事件发生的等可能性。证券市场是动态、开放的复杂环境。事件存在相似性的重复，但不存在无差异的重复。其各种可能性空间与所对应的结果，不能准确计量。误用会低估市场复杂性，导致灾难。

股市魅力与随机性、不确定性密不可分。随机性，或许是灾难，或许是机遇，问题在于你如何应对，确立一套思维模式与行为规则。像黑天鹅事件一样，因人、因状态而异。当2008年美国发生次债危机时，如果投资者处于满仓状态，这事件对该类投资者属负面黑天鹅事件；如果投资者处于轻仓状态，次债危机对其而言则属正面天鹅事件，成为天赐良机。

2. 股市与赌场的区别

区别之一，游戏类型不同。赌场是零和游戏，股市属非零和游戏。股市总量不封闭，既可双赢也可双输。记得早期在某个牛市之中，笔者的上司问笔者这样一个问题："现在的股市，听到的几乎是人人赚钱，可赚的是谁的钱？谁亏的钱？"牛市属股价持续上升的过程。在这个过程之中，多数人都赚钱，多数人都有账面盈利。这是就是双赢、多赢格局。只有到市场出现拐点时，才能知道谁在为大家"买单"。在股市从涨到跌拐点接盘的人，才是最终的"盛宴买单者"。这就是巴菲特所言，退潮之际，才知道谁在裸泳。所以，盛宴结束之后，才能知道谁人买单。

区别之二：赌场存在明确的赌场优势——概率偏斜。尽管游戏者之间输赢机会均等，但赌场、庄家与游戏者之间存在概率偏斜。在美国，竞争性赌场的赌场优势（概率偏斜）为75%，既收100返75，毛收益率为25%。专家指出在21点扑克赌博之中，庄家与客户相比，庄家的概率优势为4.6%。这是规则的一部分。参与者输赢基本比率的界域分布不同。赌场之赌博存在赌场优势，其整体输赢概率存在偏斜，赢的概率向庄家偏斜，对游戏者而言，是风险大于收益的游戏。赢的概率小，输的概率大，十赌九输。赌博游戏者在寻求局部、时点、个体获胜机会，即局部、时点赌博游戏者获胜概率大于失败概率的机会。

区别之三，股市与赌场相比，概率环境复杂度有根本性的不同。赌场的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率环境清晰、透彻，可量化程度高。赌场通过制定游戏规则及专业设备，刻意制造特定的概率环境，包括概率基本性质实施的条件：等可能性；事件的独立性；长时间、高频率的重复事件。清晰的可能性空间对应明确的后果。股市决策的概率情境远比赌场复杂。股市决策面对的概率环境模糊、时变、可量化程度低，众多决策情境概率环境甚至难以量化。

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在《黑天鹅》中对此作出了详细描述。赌场属概率简化环境。赌场里的是被简化和驯养的不确定性。在赌场里，我们知道规则，能够计算概率。在赌场遇到的不确定性是温和的，属于平均斯坦。赌场属概率已知且最符合正态分布、几乎可计算的人类唯一冒险场所。在实际生活中我们是不知道概率的，甚至不知道所掷的色子到底有多少面。我们需要去发现它们，而不确定性的来源是不确定性。

与赌场标准的正态分布不同，股市存在疯狂的随机性。它属极端斯坦，更接近于帕累托分布和幂律分布。幂律分布环境难以计量。相对于平均斯坦，即使极端斯坦的均值不变，出现异常值、极值的概率也大幅增加。平均斯坦忽略、低估了极值的概率，低估至不可能发生。“事件越稀有，我们对其概率估计的错误越大，即使使用高斯的方法。”㊀

对正态分布而言，把均值做中心，意外是附属问题。对极端斯坦而言，意外事件和小概率事件是重点，均值是附属问题。

赌博决策模式对股市决策的借鉴意义：赌博决策模式的基本要素为输赢靠运气、技术、筹码管理能力。

第一，机会分布与机会分析。与有效市场理论不同，机会在时间、空间序列分布不均匀。随机决策过程中要充分利用有利机会。风险与收益对等是一种状态，也存在风险与收益错位的状态。对投资者而言，对等不是机会，错位才是机会。“何时下小注，何时下大注，以及何时不下注，其重要性远远大于赌注

㊀ 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压在哪匹马身上。”[⊖] 老到的赌博高手总结了下列决策规则：第一，机会小时，早弃牌，及时止损；第二，机会一般时，为中性状态可跟注，等待局势下一步变化；第三，如果判断机会大，加大赌注；第四，时刻控制风险，评估风险。坏牌输小钱，好牌赢大钱，也输大钱。赌牌，不要怕坏牌，此时可弃牌，只输小钱。输大钱时必是好牌。好牌的致命之处在于它不是最好，而是次级之好，只是你认为它最好。股市对投机者而言，只有好机会，没有好股票。

第二，选择游戏类型，选择正确的策略比娴熟的技巧更重要。

以我为主，选择自己擅长的游戏类型。市场存在不同阶段，存在不同情境类型，不同游戏有不同类型的概率分布特征，有不同概率或概率倾斜。你不能改变市场规则，只能适应。适应包括你能自主选择参与的游戏类型。

要区分所参与的游戏类型，清楚所玩游戏的赌场优势。区分哪些游戏输赢靠运气，哪些靠技术，存在三类基本游戏。其一，有输有赢，输赢靠运气，靠客观概率主导。例如，猜大小。对游戏者而言，它属由客观概率主导的游戏，属由运气主导的游戏。这些游戏属赌运气，没有技术。其二，有输有赢，短期靠运气；长期输赢靠技术或技术加运气，输赢受主观概率支配。例如，21 点扑克博弈游戏、麻将牌属高级赌博。这些游戏的特征是短期输赢靠运气，中长期靠技术与经验。其三，输多赢少，甚至只输不赢的游戏，如彩票。彩票长盛不衰至今仍是主流经济学理性人假设待解之谜：为何输大赢小还有市场？买彩票者理性何在？美国州政府发行的彩票，花 1 美元，赢得 100 万美元的概率是 1300 万分之一。对该现象现有的解释为：其一，心理偏差大，以小博大，重期望，轻可能性。彩票最具以小的成本博大的机会这一赌博特征。其二，彩票包含主观的、改变命运的强烈期望。对某些群体而言，在合法范围内，转变个人命运的机会渺茫，但彩票能提供这样一种合法性转运的机会，哪怕是十分微小的机会。

⊖ 麦克·理柏、道格拉斯·西斯，《理柏论财智》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面介绍巴菲特、伯格的游戏参与原则、纪律。只参加概率倾斜有利于投资者之类型的游戏，即风险与收益匹配失衡、收益大于风险的游戏。查理·伯格常借用赌博规则来阐释股票投资规则。“我所喜欢的模式——用来把普通股的概念简化——是赛马中的彩池投注系统。如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实是一个市场，每个人都去下注，赔率则根据赌注而变化。股市的情形也是这样。”㊀

第三，在策略正确的前提下，要多做练习以提高你的游戏技巧，强化基本功。要掌握每种游戏的基本玩法，遵守自己的能力范围，反复做自己擅长之事。投资人都是高手，一定要在在自己的优势域与他人对决。

第四，做好筹码管理——资金管理。要设定一个合理的赢钱目标及输钱限度并严格遵守，达到目标或限度时即离场。

这些赌场纪律规则，是否对投资决策有启发意义，请读者自行斟酌。

按查理·芒格的一种理解，股票投资成功就这么简单：“上天并没有赋予人类在所有时刻掌握所有事情的本领。但如果人们努力在世界上寻找定错价格的赌注，上天有时会让他们找得到。聪明人在发现这样的机会之后会狠狠地下注。他们碰到好机会就下重注，其他时间则按兵不动。就是这么简单。”㊁

㊀ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。
㊁ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

不可替代的启发式决策

语录：

“归类的实质为，从有限的信息量到达较大的知识实体——一旦我们把一个对象指定为一种类别，我们就触及了该类别所包含（其他）范例的知识，然后我们就能够使用这种知识作出关于该对象的更为精明的决断。快速节俭归类法与此种适应性推断机能直接相关，它使得人们能够从少数特征跳跃到记忆中储存的更为有用的知识，再根据这种知识迅速作出决策。”

歌德·吉尔伦尔、彼得 M.托德，《简捷启发式——让我们更精明》

经验之谈：

模型化、概率化决策模式的局限，就是启发式决策模式的生存空间。启发式决策在证券决策中有着不可或缺的职能。

概率神话是不存在的。在数学与哲学史中，曾出现微积分神话。莱布尼茨是德国著名哲学家和数学家。在数学上，他和牛顿先后独立发明了微积分。莱布尼茨曾信奉微积分神话。莱布尼茨确信，世界上一切争议问题都可用微积分的方法求证和解决，史称微积分神话。莱布尼茨在《发现的艺术》一文中表示：“精炼我们的推理的唯一方式是使它们同数学一样切实，这样我们能一眼就找出我们的错误，并且在人们有争议的时候，我们可以简单地说，让我们计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

'calculus'，而无须进一步的忙乱，就能看出谁是正确的。"

主流金融理论中的理性人假设及规范的金融决策模型，重新塑造了决策学中的概率神话。在这样的模型中，一切不确定性、疑难决策，都可以靠精准的概率计算求证与解决。

概率神话造成的不良后果是不少投资者低估了不确定性世界所具备的高度的复杂性。概率为不确定性决策提供了有效工具，但不是唯一的工具，也不是万能的工具。在应对现实复杂系统的决策情境中，实施概率决策模型所要求的信息条件、时间条件（决策的时效性）、主体知识储备、主体认知能力、主体运算能力，都存在可观的盲区、缺口。

在笔者多年实践所见证过的证券投资决策过程中，包括所见证过的众多基金经理的证券决策过程中，鲜见主要依据概率计算实施决策。至多听到这样的模糊语言，这是一个大概率事件，那是一个小概率事件，但到底是多大概率？仅是一种感觉，没有明确数值，这是高度模糊的。

概率专家已证明不少概率结论经常与人的直觉相悖。行为学家通过统计分析揭示了行为决策中经常出现的一些概率错觉。例如，对低概率事件易出现高估，即当事件发生的客观概率低于40%之际，通常被高估；当事件发生的客观概率高于40%时，通常被低估。如果加入悲观或乐观情绪的影响，这种低估或高估还会被放大。彼得森在《投资者大脑使用手册》中列举了一些易引发概率错估的情境：结果鲜明生动或者易于想象；对事件可能的结果知晓度低；投资者对类似事件没有经验；关于事件的信息模糊等。此外，常见错误是：认为大概率事件必然发生，小概率事件不会发生。

在证券决策中运用概率分析较多的是金融工程分析师。但某些初级金融工程分析师，一方面经常存在投资理念、投资经验缺位问题；另一方面，不可量化和计量的不确定性通常在其视野之外。没有明确、坚定的投资理念指导下的模型设置和数据挖掘，通常是试错性路演。

2011年3月，笔者参加了一场量化投资方法推介会，由一家券商金融工程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师推介其创造的一套量化选股模型。其功能包括：市场时机选择；风格轮动处置；个股选择。卖方讲，该模型对 2010 年市场模拟推演的结果，能大幅战胜市场，该模型能在关键市场点位发出买入或卖出信号。笔者仅对对方的勇气表示敬意，对其设计理念（投资理念）表示悲哀。第一，该模型设计理念的基本错误之一，就是该模型对于选股、选时、风格轮动选择这些股票决策的基本问题，均能以一种固定模式持续提供正确预测与决策。这种功能齐全、外星人智力、废掉全世界基金经理武功的超级模型，到目前为止，不可能存在。任何此方向上的资源投入都是浪费。第二，该模型设计理念未认可证券市场是复杂系统。股票市场的复杂性——不确定性、模糊性、时变性、自组织性既是市场生存的原动力之一，也是股市难以被模型化、标准化的主要原因。如果任何一种方法能有如此神效，能有效预测市场，那么发明人就可快速吸纳资本市场的财富，造成市场崩溃、终结。

这类问题仍在不断重复。问题在于：预测是卖方的天职。作为分析报告的卖方，买方面对的一切问题都可预测，卖方一般不思考某些市场状态可以预测，某些市场状态不可预测，未重视市场主、客观因素约束与可否预测之间的关系问题。这一命题的核心在于：正确地提出问题就已解决了问题的一半。如果错误地提出命题，苦求没有答案的命题，只能属于试错成本，属于成长过程中的烦恼。在没有成熟投资理念的统领下挖掘历史数据，极易出现偏差。数据仅充当选择性论证工具，尤其对于缺乏实战经验的学院派，他们仅精心制造幻影式短命模型。

概率决策模型的执行需具备下列客观条件。第一，数据可靠性问题和充分信息问题。例如，初始信息是否充分、稳定；相空间状态的可量化程度，各种可能性大小的可计量度是否明确；各类可能的后果及各种后果能否精确量化，即各种期望值可否准确计算。第二，适用模型选择。证券市场公认不存在通用模型，通用即无用。至多存在适用于某种决策情境的模型。模型选择及模型有效性检验涉及特定模型与适用情境匹配问题。第三，模型要素、参数、权数、稳定性问题，如何处理这些要素的时变性问题，这就需要依据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证检验不断调整。

证券市场概率决策模型应用难在于上述客观条件在实际执行中难以具备，导致相关概率决策模型实战失效。

第一，信息充分性不足。这涉及不确定性可计量程度问题，也涉及信息缺口——不可计量、不可预先预知的“未知事件”问题。股票决策是按预期决策，预期所依据的未来信息均具有不确定性，属不完全信息。如果我们只拥有不完全信息，就难以确认各种事件的概率。大多数的不确定性决策都是在某些因素未知的条件下作出的，我们并不清楚各种行动的概率及所有的可能的结果，也就难以准确估算期望值。

或然率的初衷是直接评估一件事发生的可能性，而这个可能性有时是无法精确计算的，而且是时变的。按照奈特对不确定性的分析，不确定性被划分为可度量的与不可度量的两部分。不可度量的不确定性是真正的不确定性。不可度量的不确定性不能归于概率计算。

不确定性包含随机性，也包含模糊性、时变性。这些决定了相关信息在定性和定量方面的模糊性及时变性特征。基于混沌系统固有的一系列特征，众多不确定性不可概率化，存在各种程度上无法量化的不确定性。

第二，模型的有效性和仿真度存在一定的问题。检验模型有效性的核心指标就是模型预测的准确率。其实战遭遇下列难题。其一，金融模型对初始数据变化过于敏感；初始数据微小的差别，会导致输出结果之间出现大幅差别。时间越长，差别越大。其二，过程机理黑箱问题。模型要素、权数、作用机理存在不稳定性，无固定模式。金融模型如果拥有太多不确定权数、参数，会导致匹配不当，应用困难；如果拥有过于简单的权数、参数，则会导致匹配不足，仿真度下降。其三，证券市场应用的概率主要是主观概率，其值域选择具有较大的主观色彩。不同资历、不同投资理念、不同的时间框架，对同一事件发生的概率赋予不同的置信度，对其结果也有不同的评估值。

现实的不确定决策情境中，概率决策模型总被强制替代。当决策者面对不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全信息时，面对过程、机理黑箱时，人们通常会依据直觉判断与过去经验的相似性进行决策，实施启发式决策而非依据算法概率。

规范决策模型实施问题重重。模型化、概率化决策模式的局限，就是启发式决策模式的生存空间。启发式决策在证券决策中有着不可或缺的职能。面对非标准情境、非典型情境决策挑战，实战中最终的基本决策模式=复合式决策模型=规范式决策（概率式决策）+启发式决策。

现阶段，启发式决策“声名狼藉”。提到启发式决策，就令人联想到特沃斯基与卡尼曼所谈的“启发式偏差”。本书强调，即使存在启发式偏差，而启发式决策本身在复杂决策之中，仍具有不可替代的作用。复杂型决策属创造性应对问题的决策，属非标准化、非模式化决策，这类决策的形成离不开启发式决策的支持。

特沃斯基与卡尼曼 1974 年发表了著名的论文《不确定情境下的判断：启发式与偏差》。该文研究了这样的问题：“人们如何估计不确定事件的概率或不确定量值的数值？”特沃斯基与卡尼曼认为，人们的这种判断和决策是基于感觉、知觉、记忆、思维及语言等认知心理过程，经常运用启发式直觉判断。该文的结论是：“本章将表明人们依赖数目有限的启发式原则，以便把概率估计和数值预测的复杂任务降低为较简单的判断操作。通常，这些启发式原则很有用，但有时它们也会导致严重的和系统的错误。”

特沃斯基与卡尼曼认为，在不确定情境判断中，主观概率取值常用三种启发式：代表性启发、可得性启发、锚定与调整。这三种直觉推断经常违背基本的数理统计规则，导致认知偏差。这些偏差源于对判断启发式的依赖，且这种偏差普遍存在，对有经验的人也不例外。

代表性偏差是指对样本个体进行概率判断时，将所得信息与头脑中已存在的样本母体特征进行比较，当二者相似性高时，可认定样本个体对样本母体具有代表性。代表性启发使个体不必经过复杂的计算而对概率作出迅速的判断。然而这种判断方式却经常忽视对个体进行客观概率判断所需考虑的数理条件，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如事件的独立性、先验概率及样本规模等，导致认知上的代表性偏差。经常出现的这类错误包括赌徒谬误和小数律偏差。按数理逻辑，抛硬币属等可能事件，前面抛硬币得到的结果与下次结果无关。但如果前几次绝大多数是正面，许多人会认为下一次抛硬币的结果更可能是反面。这就是赌徒谬误。小数律偏差是指即使依据小样本也能高度代表整体。偏差在于过度关注小样本的结果，高估这些小样本结果的可重复性。例如，根据一个基金经理一年取得较好的投资业绩，就推断其投资能力高于平均水平。

可得性或易得性偏差是指人们通过能想到的例证，或事件发生的容易性来评估事件的概率。这是因为熟悉性、显著性会影响人对判断所需例证的可提取程度，造成例证提取的选择性偏差。

许多情境中，在信息缺失的条件下，人们经常以初始值为参照而获得最终概率取值的答案。不同出发点会产生不同预测，预测取值会被锚定，即偏向初始值，这称为锚定效应。

卡尼曼因为“将来自心理研究领域的综合洞察力应用在了经济学当中，尤其是在不确定情况下的人为判断和决策方面作出了突出贡献”，获得了 2002 年度诺贝尔经济学奖。

笔者认为，无限理性与规范决策模型、概率决策模型，告知你如何在信息完备、准确的条件下决策；而启发式决策模型告知你在信息不完全的条件下，如何完成“盲注”类型的决策。

众所周知的“启发式偏差”已造成人们对启发式决策作用认知的偏差。在复杂性的不确定决策环境，依据准确概率模式决策的数量条件并不存在，启发式决策在证券决策中有不可或缺的职能，作为规范决策的补充，不可替代。此外，世界上不存在固定的、标准的证券决策模式，各类证券决策的终端模式都要不断接受“经验准则”的反馈与修订，均不可避免地包含启发式决策要素。

特沃斯基与卡尼曼作为心理学家，主要从认知心理学角度，揭示某些心理定式与特定信息环境之间的相互作用所产生的概率估算直觉，经常偏离数理统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计规则，造成判断偏差。这无可厚非。然而，我们注意到，启发式偏差本质上有两个来源：一个是认知能力造成的偏差；另一个是信息环境复杂性造成的偏差，即事物处于高度不确定状态，在这种复杂环境中概率与不确定性不具备被准确按数理规则计量的条件。特沃斯基与卡尼曼在他们专业的领域揭示了一系列常见的第一类认知偏差。这种偏差提示理性人假设存在的错误，即认知错误可以使人的决策偏离理性模型，且这种偏离可以作为常态存在。但从复杂系统理论观察：在第二类情境下，基于复杂系统的未来无法准确预测，概率数理统计规则并不具备实施条件，在实际决策过程中，这种空缺不得不由“直觉”、启发式决策替代。笔者称这类偏差为“受迫性”非理性偏差。偏差的根源在于问题的复杂性已超出了我们的认知能力，是环境复杂性所决定的偏差，而非主观原因造成的偏差。

首先，我们明确启发式决策的定义与定位。启发式决策是一种凭借经验作出判断与决策的解题方法，也称为经验法则或拇指法则。此外，“‘启发式’都是指解决难以用逻辑和概率理论加以处理问题的一种有用的，甚至不可缺少的认知过程。”㊀

启发式决策是一种经验推理模式。其步骤如下。第一步，概念聚类分析——类型识别。利用过去的经验、依据分类，对当下决策情境作出相似性判断，作出类别归属判断。分类和相似性的判断是决策关键环节。第二步，根据归类结果、隶属度分析，作出代表性的判断，即典型特征值判断。第三步，单称推断——再从整体到局部，依据样本事件个性特征值作出判断与决策。

启发式决策的基本原理：“归类的实质为，从有限的信息量到达较大的知识实体——一旦我们把一个对象指定为一种类别，我们就触及了该类别所包含（其他）范例的知识，然后我们就能够使用这种知识作出关于该对象的更为精明的决断。快速节俭归类法与此种适应性推断机能直接相关，它使得人们能够从少数特征跳跃到记忆中储存的更为有用的知识，再根据这种知识迅

㊀ 歌德·吉尔伦尔、彼得 M.托德，《简捷启发式——让我们更精明》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速作出决策。”㊀

就定位而言，启发式决策是种决策方法，而不是投资策略。它由策略统治、主导，主要解决技术层面问题。

面对股市不确定性决策这样的复杂问题，人们如何依据不完善的线索和信号作出概率推断和判断呢？每个投资者的认知与决策都受自己既定的内在模式的支配，无论你有意识或无意识，这种模式都是存在的，这个模式都在指挥你的行为。

通常来说，人所应用的问题解决策略可分为算法模式和启发法模式两类。算法模式是解决问题的一套规则，它精确地指明解题的步骤。如果一个问题有算法，那么只要按照其规则进行操作，就能获得问题的解。从理性与有限理性角度，可划分三类基本决策方式：第一，理性、规范决策模式，包括算法模式、概率式决策；第二，经验决策模式=启发式决策；第三，复合型决策模式=概率式决策+启发式决策。

上述模型的核心差别在于理性人假设。第一种属无限理性假设模型，即传统的理性人假设；第二种属有限理性假设。早期的无限理性决策模型较典型的为富兰克林模型。该模型有下列特征：第一，收集、搜索作出判断所需的所有理由，无论正面还是负面；第二，权衡、计算、比较这些理由，力图估计出它们各自的权重，有些理由会正负相抵；第三，依据权衡的结果作出判断。

目前，各种教科书中仍充斥着这种无限理性决策模型的现代版本，即通用的规范的决策模型，其基本流程如下。第一，决策情境识别。识别问题，确立决策目标，确认与决策相关的要素。在这一环节，决策所面对的主要任务是对情境的相似性作出类别归属的基本判断。第二，列出可选方案。对决策情境作聚类分析，列出可能性空间、相应概率、可选方案。第三，评估、确定方案。依据决策者制定的评估标准，对各项备选作出评估、选择。第四，执行方案。

㊀ 歌德·吉尔伦尔、彼得M.托德，《简捷启发式——让我们更精明》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五，对决策执行结果进行评估、反馈，且返回决策起点。

规范模型有一定的局限性。该模型的假设条件与复杂系统实际决策条件不符。这表现在以下三个方面：

第一，概率与期望值的计量存在量化困难。在现实情境中，概率模型所要求的时间、知识、运算能力很难达到。它无法处置未知或不知力量之作用。不确定性情境概率通常属于多元联合概率，且处于动态、时变过程之中，很难准确估算。量化模型中最核心的问题之一是经验参数的调整问题。

第二，处理非典型问题、非标准问题的基本路径。全称概率到单称概率的过度存在推理断点，它实际是两个不同的推断模式，前者是全称概率推断，后者是单称概率推断。对于非典型决策问题，在于单称概率推断根本没有标准化应对模型，经验是决策不可或缺的要素。单称决策的终端模式必含启发式决策的内容。相似性应对属于全称决策层面，差异性决策应对属于单称决策要件。我们强调非标非典制胜，是指技能高低最终体现在单称决策层面——投资者应对差异性能力的高低。在这个意义上，如果讲“细节决定成败”，本质是在讲“对单称决策差异性的应对决定成败”。概率值最终的确认或用历史统计数据推断，或用启发式、经验案例作判断。这是一个经验——相似性——判断的过程。

第三，投资者对复杂情境的适应性与启发式。适应是对主体与主体、主体与环境之间相互作用的适应，是对决策情景历史相似性的认知和当下差异性的把握。“所有这些系统从根本上就像下跳棋或象棋一样：可能性的空间大得难以想象。一个主体不断改进下棋技术，这便是适应。”[⊖] 投资者对这种复杂性及其时变性的适应，离不开“经验”应对环节。经验来自相似性的重复；启发式决策是规则的前身，规则是启发式决策的升华，规则是对经验的升华。

《简捷启发式——让我们更精明》一书，总结了历时 3 年的专题研究结果，力推简捷启发式这一应对复杂决策情境的生态理性决策模型。

⊖ 米歇尔·沃尔德罗普，《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该书的核心命题是：人们如何根据不完善线索（信息）作出推断。人类多数的推理和决策制定都可以借助于快速节俭启发式而建立模型，这些启发式仅使用有限时间和知识进行推断。它不涉及大量运算，也不需要计算概率和反复权衡事物的效用。这些简捷启发式不仅是准确的，而且仅需要很少认知资源。

该研究小组认为：理性决策的标准，要与环境、现实结合起来考察，才有合理评价标准，即“生态合理性”标准。不能脱离环境谈理性标准。

生态理性决策模型的特征为：强调环境对决策的约束作用，强调决策方法要与环境匹配。

生态理性与传统理性的区别表现在以下三方面。第一，定义不同，传统理性主要关心决策主体内部信仰和推理的有序性。生态理性正视现实决策体要应对环境的无序性，重视分析环境结构、启发式结构，及启发式结构与环境结构之间的适配性。第二，合理性评价标准不同。传统理性强调推断、决策所遵循的逻辑规则和数理概率理论，强调逻辑的连贯、一致性、可传递性等。生态理性强调如何在适应现实环境的条件下，作出令人满意的有效决策，强调主观对客观的适应与有效决策。强调有效性、节俭性、准确性及速度。第三，生态理性反对超现实理性标准，主张当一种启发式规则适应环境结构时，它就是合乎理性的。

生态理性模式选择启发式方法有三个标准。第一，准确性、任务达成率。第二，达成合理推断所耗资源的节俭性。这包括仅耗费较低的认知资源、时间资源达到满意推断，包括对经验、知识储备程度的最低要求。在多种选择面前，决策者不得不在准确性与可能付出的努力、代价之间作出取舍。第三，与所应对的情境、环境匹配。适应情境，才能实现目标。不确定性情境的信息结构特征是信息不完备，只有有限信息，只能依据有限信息线索作出推断。

启发式决策适用于下列约束条件。第一，信息有限、认知能力有限。这表现在信息有限，信息不完全，信息相互冲突；信息搜集、处理需要成本。对无限理性模型来说，相关信息需要全部搜索；对有限理性模型，仅作重点、有限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

搜索，存在满意即终止规则。第二，资源约束。时间有限，时效性强。一个棋师不可能每走一步棋都会算清下一步所有可能的变化，再去择优，他受到经验、计算能力、时间有限的限制。要在有限时间内作出选择，未必最优，重要的是与对手的选择相比，下一步能处于有利的位置。第三，环境结构局限。环境可识别程度低，某些理想化的状态不可能出现或达到。在这种情境中，过程灰色或黑箱，因果关系失效，经验重于知识。

启发式决策有其特定的优点。第一，快速、简捷。启发式决策用经验模式解决问题，用有限理性驾驭生活中的不确定性，解决在时间、知识有限的条件下如何有效决策的问题。第二，资源节俭。这些简捷启发式不仅是准确的，而且仅需要很少的认知资源，适用于时间、知识（信息）有限的环境，即需要很少信息，同时也能实现目标。

启发式决策应用需遵循一定的原则。第一，尽管在复杂系统环境信息结构中，传统的逻辑、概率规则失效，但没有任何一种工具能够解决在不确定条件下的所有推断问题。不存在单一、通用的工具，不存在万能钥匙。第二，各类启发式所提供的简捷决策规则，为人们适应环境、解决问题构造了一个功能齐全的工具箱。规则、结论因情景而异。对于给定情境，所对应的适用工具并不多。在复杂世界，一把钥匙开一把锁，具体任务需要具体工具。每一种启发式规则都只适用特定种类问题。第三，不同情境需要不同的有效思维工具。不确定性决策需要多种逻辑判断。不同条件、情境对应不同的思维模式。推理模式选择取决于所处领域，要应用综合方法、多种方法解决问题，它包括启发式、算法、概率规则，它们各适应不同的情境，并非相互排斥，而是各有所长，相互补充，各尽其用。

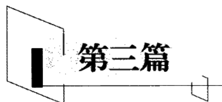
在有些特殊时刻，纵有万条选项，在特定情境下，决策选项十分有限，允许你作出选择的时间非常有限。2009 年 1 月 15 日，笔者像全球多数人一样，在电视新闻上目睹了一场民航客机在美国曼哈顿高楼大厦之间，成功迫降在河上，无人重大伤亡的奇迹。事后笔者了解到原委如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这架空客 320 型飞机是全美航空 1549 航班，机上载有 155 人，当时刚从纽约拉瓜迪亚机场起飞。仅起飞一分半钟以后，在 1000 米的高度，飞机与一群加拿大鹅相撞。飞机两个发动机被撞入了 3 只以上的加拿大鹅。这种鹅单只体重在 5 公斤以上。造成两只发动机全部停机，飞机失去所有动力。

机长切斯力·萨伦伯格经验丰富，累积飞行时间超过 2 万小时，从未发生飞行事故。飞机可能发生的紧急事件众多，应对手册有数百页之厚，但很少有人能亲身经历。当下，飞机能滑翔的时间只有 3 分半钟。飞机无动力，飞不回纽约机场，也飞不到空管指挥建议的临近的新泽西州机场。在危急时刻，允许机长作出选择的时间只有数十秒。萨伦伯格在瞬间作出两项决定，第一，从副机长手中接管操作权；第二，决定在麦迪逊河迫降。副机长则尝试再次起动发动机，并配合执行迫降操作程序。飞机奇迹般完成迫降，萨伦伯格顷刻成为风靡全美国的英雄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理念重塑

——股市高端认知门槛与应对规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

基金经理成长之谜

语录：

"要想提高水平，没有什么捷径，除非你不断实践。而大多数投资者恰恰缺乏的就是实践"。

杰拉尔德·勒伯，《投资生存战争》

经验之谈：

基金经理稀缺在于该类岗位能力的具备存在"岗位路径依赖"及"岗位能力验证期长，达标率低"的问题。

这里要先介绍一下基金经理来源与成长路径。基金经理是个高度热门的职业。不考虑业绩奖励，一般年薪应在 50 万～100 万元之间；高端的在 100 万～200 万元之间。这个岗位人才供不应求。各类资产管理公司都感到达标基金经理的匮乏。

记得初中之际，读过一本描写前苏联与德国谍战的书。一位德国将军说："一个优秀的间谍至少顶一个师的兵力。"这是笔者所见最原始"人力资本"理念的描述。用同样的比喻来理解基金经理的重要性并不为过。基金行业是个轻资产重人力资本的行业。基金公司几乎没有固定资产，其核心资产就是一支成熟的投研管理团队。资产管理是少数人推动巨大资金的互动博弈。个人能力及机构组织智商的高低能造成资产管理巨大的绩效差别。关键岗位人员是否具备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岗位能力至关重要。

据我们所知，国际基金公司顶尖的研究人员最终都重点配置在投资部门，其道理或许在此。要把有限资源重点配置在决定基金成败的最核心部位——基金投资能力。笔者经过 8 年的实践，对此也有深切的感知。

第一，基金经理不仅是极富挑战性的职业，同时是决定投资业绩的关键环节。投研是核心竞争力，然而从投研到决策链条之中，基金经理身处最关键环节。基金经理的投资能力，涉及的是所有研究成果终端转化为投资业绩的能力，涉及各类研究成果交叉评价、验收、应用的能力。无论外部资源或内部资源提供的分析师报告、投资建议，最终能否成为有效决策信息，均取决于基金经理环节。如果此环节低效，则前端劳动结果失效。外部、内部研究成果是否产生价值、发挥作用，最终都取决于基金经理对其价值的判断、取舍。如果此环节处于弱势，不能对信息作有效筛选，鉴于研究报告均存在较强的时效性，如果悟性不够，前期投研工作成果全部报废。

第二，关键岗位的投入产出比几何级放大。投资行业是拼功力、拼人力资本厚度的行业；是团队、个人的积极性、创造性有极大发挥空间，或创造或毁灭的行业；是少数个人（团队）推动巨额资金可造成收益巨大波动的行业。如何管理这种具有“创造性”特征值的岗位，如何松紧有度，是个世界性尖端课题。此环节若权力过于集中，不能发挥个人的创造性；此环节权利若不适度限制，又会造成重大经营风险。要件之一是设定合理、有效的绩效激励机制及风险控制机制，否则会对公司持续发展会造成严重后果。

1995 年，由于内部风控疏漏，巴林银行交易员尼森追逐个人业绩与刺激，越权超规模进行衍生品投资，造成期货合约损失 14 亿美元，导致巴林爵士 1763 年创建的英国历史最悠久的银行之一的巴林银行顷刻倒闭。美国摩根大通驻伦敦的交易员埃克西尔，在 2012 年春季因对企业债的交易造成信贷市场的剧烈波动被称为“伦敦鲸”。“伦敦鲸”的交易近年来为摩根大通首席投资办公室每年赚 1 亿美元左右。摩根大通于 2012 年 5 月 10 日发布预警通知，称首席投资办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公室在合成债券上的仓位出现了巨额交易损失，这些亏损主要来源于“伦敦鲸”的交易。2012 年 7 月 13 日，摩根大通披露其二季度财报，报告显示，摩根大通因“伦敦鲸”事件造成的衍生品交易损失在 2012 年二季度增加了 44 亿美元，加上一季度亏损的 14 亿美元，总亏损已达 58 亿美元。目前，外界仍不能准确估算摩根大通这次亏损的最终总额。幸亏摩根大通是个高度混业经营的金融控股公司，自营仅占总收入不足 1/3 的比例，否则，如此巨额的损失也会使其重蹈巴林银行的覆辙。

当然，基金经理作用的大小也取决于公司的投资风格与投资理念。积极管理类的投资风格，基金经理的作用突出；被动型管理的投资风格，团队与投资流程的作用更为突出。

对于基金公司而言，基金经理只有两个基本来源：内生或外招。

下面介绍基金经理的招聘与面试。对于面试，业内有个冰山理论。它提示面试者，你在面试过程中所能了解的信息十分有限，如同在海上见到漂浮的冰山。冰山或许只有小部分在水面之上，大部分在水面之下。在投研人员招聘面试过程中，有两个应聘者令笔者唏嘘。一个是一位已具备主任医师职称的应聘者，另一个是已具备物理学博士学位的应聘者。这种职业转换的成本过于高昂。谈及这个话题，其中一位用很专业的术语回答笔者的疑问：决策无须考虑“沉没成本”。这个问题不能争论。笔者佩服这种勇气，但有些专业技能重塑，在时间折返上对个人而言，却是不能承受之重。

考察基金经理资质，首先是作尽职调查，考察历史业绩、持续时期、管理规模。其次，考察应聘者有无成熟的投资理念、方法，秉承的投资风格、职业道德水准、个性特征等。经验告诉我们，如果一个基金经理不能简捷、清晰地说明自己的投资理念及配套守则，那他很可能就属处于探索期的未达标的准基金经理。对市场的理解与表达能揭示应聘者的意境。某些意境，如同气场，没有足够的专业经验沉淀，就不能感知、会意。

基金经理的内生路径通常是：助理分析师→行业分析师→数个行业的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师→基金经理助理，基金经理。

基金经理稀缺在于该类岗位能力具备存在“岗位路径依赖”及“岗位能力验证期长，达标率低”的问题。这里所讲的“岗位路径依赖”是指必须经历岗位适应过程才能造就基金经理。但这样的岗位历练机会十分稀缺。2012 年全国的证券投资基金才突破千只，如果去掉固定收益类型的基金经理，则基金经理也不过数百人而已。这意味着这样的岗位机会十分有限。如果再加上券商自营、保险资产管理等机构专项岗位，经历过“亿”级以上资金、有数年投资组合实战资历者，总量也就不过数以千计。这种岗位的试错费用高昂——起点经常是以数百万元、千万元计。这就是理论与实战、知识与技能的区别。二者形成的路径不同。教育与知识，哪怕是专业知识的传授，也只是培养岗位基本素质。高端岗位——证券投资者的能力只能来自真枪真刀的历练。

笔者曾关注证券投资基金经理的成熟路径。从实证角度观察，国内外基金经理产生的路径基本趋同。在考评、筛选过程之中，候选者的从业经验、从业资历、业绩至关重要。其参考权数超过候选者的学历与专业。一般有 3～5 年的行业分析师资历，行业覆盖越宽越好，有 2～3 年的基金经理助理资历；具备上述资历才具备基金经理候选资格。优秀基金经理通常具有多学科背景及多年的从业经验。优秀基金经理的主要来源并非依赖高校证券专业。即使是此类专业的研究生、博士生，乃至该专业的资深教授，仅凭所学的证券投资知识，远不能作好投资，甚至会遭遇“职业炸毁”而被动出局。在某届伯克希尔股东大会上，有个商学院的学生问巴菲特如果想要学习投资应该怎么办。巴菲特挠挠头，然后转向他的搭档查理•芒格，芒格说：“我不觉得教育和会投资有什么必然的关系。”然后全场笑声一片。

此外，还有“岗位能力验证期长，达标率低”的问题。这种岗位能力验证期一般低则 1 年，通常至少 3 年，才能作出是否达标的初步定论。基金经理岗位与一般技工岗位的差别在于：它不是个熟能生巧的岗位，它需要智商、情商、悟性的化学融合，而非物理组合。不少人潜伏着这样或那样的个性职业障碍，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不经实战历练，无法观测与检验。这些个性缺陷，有时会成为某些基金经理难以岗位达标的玻璃天花板。

下面介绍一下富达公司基金经理的筛选路径。“我们未来的基金经理几乎都是从内部股票分析师中挑选出来的，我强烈赞同这种做法。当我们和一个分析师合作至少五六年后，他们也已经跟踪研究过至少两个不同的行业领域，我们能够很好地考察出他们是否具有成为一个成功的组合投资经理的潜质。我们的‘自下而上’选股方法要求基金经理拥有和我们分析师类似的分析技巧。”[1]

基金经理职业成熟路径何在？笔者曾求解一段有趣的争议。巴菲特大师在商学院讲演时曾说：“我用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况。这张卡片上有 20 格，所以你只能有 20 次打卡的机会——这代表你一生中所能拥有的投资次数。当你把卡打完之后，你就再也不能进行投资了。”“在这样的规则之下，你才会真正慎重地考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上。这样你的表现会好得多。”笔者读时的感受：字字珠玑，别有洞天。不期其后不久，又读到一位美国基金经理对同一问题的质疑。该基金经理认为：股票投资技能的获得必须有经验积累，他对一生投资决策不要超过打 20 个孔的质疑是：如果未经历过至少打 200 个孔的过程，怎能确认不超过 20 次的决策才是正确的呢？笔者亦以为然。

二者相悖，解在何方？细细甄别，窃以为二者强调的不是同一问题。巴菲特强调的是价值投资者应有的投资心态，是一种已定型的投资理念与投资方法，即价值投资所遵循的慎选、重仓、长线之投资规则。而该基金经理则强调投资者成熟是个过程，掌握正确的投资方法需要经历一个体验式学习的过程，且这是一个不可回避的试错过程。差别也在于投资者要充分理解，股票投资功夫绝对不是一门知识、一门科学，而是一项高难度的技能、一项与时俱进的技能。

这里，比较一下基金经理与股票分析师的技能差异。詹姆斯 J.瓦伦丁在

[1] 乔纳斯·戴维斯、安东尼·波顿，《安东尼·波顿教你选股》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《证券分析师最佳实践指南》一书中描述了出色分析师必须具备的五项技能。

第一，具有识别、监测影响股价的关键因素的能力。出色的证券分析师有一个突出的特点：就是把大部分时间用在预测影响股价走势的关键因素上。他们只参与驱动股价关键因素相关的会议等活动，只读相关报告和邮件。这些关键因素一般不超过2～4个。评价关键因素标准能引起每股现金流5%以上变化。

第二，资深分析师热衷于找出定价不准确的股票。获取超额收益完全在于发现市场观点究竟错在哪里，能作出或得到比一致预期更加准确的盈利预测。对卖方分析师而言，盈利预测越准确，选股能力也越强。

第三，使用估值方法、模型推算目标价格范围。要完全了解公司的上下游，熟悉相关公司的各种战略及有别于其他竞争对手的地方。

第四，及时提出股票投资建议。

第五，要能简单、明了地与市场参与者沟通所推荐股票。要了解股价变化的催化剂是什么，关注相关的催化剂因素的变化；此因素被触发后会导致一个或多个关键因素变化，让市场参与者觉察到一个更好的机会或风险；哪些目前属未在价格内反映的信息，为什么你的“有别于大众的认识”最终会被市场认可；未来风险有哪些，有多大等。

美国著名基金橡树资本的董事长霍华德·马克思在哥伦比亚商学院与学生对话时，谈到分析师与基金经理各自面对的难题，他说：“投资面对的一大挑战是解读分析师的报告，一个分析师可能由于分工狭窄和过度纠结于细节，最终从知之过细变成一无所知；基金经理则相反，各个相关领域都了解，但过度宽泛，最终是从无所不知到一无所知。”

从基金经理与证券分析师技能上的差别，可对基金经理胜任力考察提供参照。

第一，单元逻辑思维与多元逻辑思维的区别。分析师通常采用单元逻辑思维与分析模式：数项假设+单元因果逻辑分析。结论是市场或股价依据某逻辑，股价“应该”如何如何。你经常会听到这种逻辑分析。这个模式有点像“信不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信由你，反正我信了”的专横模式。我不认为这是分析师、研究员的对错问题，而是职业分工问题。分析师的基本职守是完成基本面的逻辑分析与业绩变化动态评估。其他可用假设解决。有些分析师常犯的错误之一，是依据月度、季度的时点数据，依据线性关系模型预测、解读未来。股市投资者对新信息的反应通常具有非线性特征，存在过度反应或反应不足。它可表现为股价跳空高开或低开，也可表现为股价变化线的平滑与陡峭。

基金经理的思维与分析模式，要比分析师复杂，这也是基金经理岗位比分析师更高端的原因。他要采用多元逻辑应用+情境经验系数修订的模式，他要对各类假设求证，他要完成股价实际不规则运动中机会的识别与把握。基金经理要把握多元力量作用下目标市场“最可能如何”、“实际如何”，而不是“应该如何”。对分析师而言，如果实证出现偏差，可归因于假设条件变动。对基金经理而言，只讲基本面是不够的，还要考虑市场面供求因素、投资者整体的情绪状态等。单维分析、单值评估甚至是危险的，基金经理必须具备多值交叉评估的能力。负向偏差意味着他要承受业绩损失，要接受市场的处罚。分析师与投资经理的差别主要在于单元逻辑思维与多元逻辑思维心智模式的差别。

第二，单一行业评估与全行业评估、比较。分析师受到所处行业局限，同时由于分析师存在内部分工，经常被指定负责某个行业。卖方分析师分工更为精细，每个分析师只负责一个行业，甚至一个行业有数名分析师，每个分析师只负责某个子行业。分工的优势在于能作深入跟踪、分析；其局限在于分析师的分析报告、投资建议不可避免地缺乏不同行业之间的机会比较。行业分析师的报告一般有偏乐观的倾向，每个人都希望自己的行业被重视，希望自己的报告更具有眼球吸引力。而基金经理要具备多行业特征值权衡的能力。

第三，对不同分析师，对不同行业预测可靠性的评估。分析师秉承的投资理念、方法不同，其逻辑、视野、信息解读不同，导致结论不同。基金经理要依据自身的投资理念作出取舍。笔者常见到一些策略报告，均采用周、月、季这样短期的分析框架。分析师动用浑身解数，解析短期波动或谋求风格轮动优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。它说明了一种强大的需求，大部分投资者在玩短线的游戏。这类策略无非在适应这种需求。反之，基金经理要从中看到“机会”。这种短线要素驱动，必然会对中长线企业的资产价值带来错误评价。并非基本面分析就等于价值分析，明智的基金经理要区分短期基本面因素与长期基本面因素。不少人陷入这个误区，包括分析师与基金经理，把短期基本面扰动因素也当做股票价值分析来解读，并乐此不疲，忙得没日没夜，却又输得一塌糊涂。有的人赢在细节，有的人输在细节，前提在于投资理念——大局观的正与误。

此外，基金经理还要警觉行业差别对分析师预测差错率高低的影响。行业之间股价波动率高低不同，预测难度不同。周期性行业、成长类行业波动率高，业绩预测难度大，属“不符预期”的高频出现的区域。非周期行业与稳定类行业波动率低，预测难度相对小。在高贝塔行业，分析师预测误差大是常态。山在那里，栏在那里，没有别的理由，山一定要攀，栏一定要跨。再难，再错，聊胜于无，预测总是要出。这有点儿像拍卖公司，对拍品绝不保真，买者自负。职业无奈。

第四，基金经理要剥离卖方分析报告中某些职业营销因素。分析师也面对专业与职业之间的冲突。分析师的职业生存业态决定了某些职业潜规则，尤其是在买入与卖出的个股推介中最为突出。关于个股买入的投资建议是分级、快速播报；关于个股基本面出现恶化或大幅低于预期，分析师不便于做“卖出”评级，至多给个中性。正确解读分析师的报告，还要区分报告建议的目标价格究竟是合理预期价格还是营销价格，或还存在“密语价格”。个股卖出建议95%属“密语价格”，不会见诸书面报告。这受信息源利益格局影响。有些报告属八股文，属卖方应景之作、中介谋生之作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

成功基金经理归因之谜

语录：

"我选股的方法是艺术、科学加调查研究，20 年来始终不变。"

彼得·林奇，《战胜华尔街》

经验之谈：

复杂决策没有标准模式。非标准模式靠创造性解决。创造性来自知识、悟性与经验的化学效应。

彼得·林奇与安东尼·波顿是美国富达基金历史上两位最成功的基金经理。彼得·林奇 1977 年接管麦哲伦基金，1990 年退居二线。任职基金经理 13 年，任职期间所管理基金的年均复合收益率为 29%，总收益率高达 27 倍。安东尼·波顿被称为欧洲版的"彼得·林奇"。安东尼·波顿，1979 年进入富达基金英国管理公司，在一线任职基金经理，直到 2007 年卸任基金经理职务。在超过 25 年的时间里，他管理的基金年复合增长率超过 20%。

两位传奇英雄各自总结了自己的成功经验，林奇于 1989 年出版了《彼得·林奇的成功投资》，波顿于 2004 年出版了《安东尼·波顿教你选股》。这两本书令笔者受益匪浅，但细读数遍之后，最终却得出了一个非常"离谱"，且令笔者自身也十分诧异的结论：无论是彼得·林奇，还是安东尼·波顿，富达基金公司两位杰出基金经理的成功，部分原因是富达基金投资理念的成功，而终极原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则是基金经理个人魅力的成功，这种成功基本属于个性化的不可复制的成功。

彼得·林奇与安东尼·波顿成功的共享基因之一，是富达基金公司集中于以调研为导向的股权投资方法。彼得·林奇认可这一结论："请注意格外努力的调研和分析是多么经常地成为持续成功的重要因素。留心到这一点，你将发现，媒体所称的投资'天才'其实都是那些以持续不断的调研为基础工作的人，因为调研会产生决定性的信息竞争优势。这一优势，加上坚定不移的勇气、灵活应变的能力、良好的判断力以及毫不偏袒或者不妄下论断的作风，使得安东尼·波顿能够在几十年内获得创纪录的复合收益率。"㊀

富达的投资方法就一直建立在对公司进行内部调查的基础上。每天与被投资公司开一对一会议，定期与首席执行官或财务主管开会。一对一会议成为其标准的操作模式。

林奇认为："我选股的方法是艺术、科学加调查研究，20年来始终不变。"在职期间，林奇每年访问、调研200家以上的公司。每天工作12小时以上，包括大量研究报告阅读，与相关分析师电话沟通。

林奇与波顿的投资理念、方法的某些方面，多属公募基金的共有品质。对此，波顿作了概括。第一，有自己的投资理念："我相信投资经理必须找到一种适合自己的投资模式和投资风格，并将其坚持到底。"第二，勤奋、专注、全身心投入。"我认为，你必须对市场如醉如痴，因为投资行为始终是持续而无形的。投资行为没有所谓的起点或终点，总会出现一些新的需要你钻研的情况。我认为，你想要做好的话，就必须全身心投入，毫无保留。"第三，独立判断，逆向投资。"如果你想要超越别人，那你必须拥有别人没有的东西；如果你想要击败市场——所有人也期望你能如此，那你一定不能被市场左右，你一定不可以完全跟随股市潮流并频繁进行交易，因为交易成本过高。你必须反其道而行之，做到与众不同"。

㊀ 安东尼·波顿、乔纳森·戴维斯，《安东尼·波顿教你选股》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功基金经理归因疑难。金融工程、基金业绩的可直接归因为选股能力、择时能力、资产配置能力；也可归因为行业配置、主题投资配置、风格轮动配置能力。

对于积极管理型基金经理的成功，人们一般或用能力或用运气解释。成功的基金一般有自己稳定的投资风格，遵循仅在自己的优势域作战、仅对自己的优势域下注的原则。然而，市场存在季度或年度的风格轮动。如果基金投资风格某段时期与市场高度契合，业绩会好；如果二者相悖，业绩则差。这种季度性或年度性风格变化，有时导致投资气候、环境的作用往往超过管理者的才能，成为短期决定投资结果的因素。对投资业绩的短期评价，极不稳定。数百只股票型基金经理，能稳定排在前 1/3 者甚少。不稳定在于短期随机因素影响业绩。时势造英雄。股市具有周期性，在牛市中，周期股、成长股表现优异；在熊市中稳定类、价值类股抗跌，超越指数。基金经理通常只能适应某类的情境。当然，对于短期，如 1～3 年的成功都可用随机性、运气解释，但对林奇 13 年、波顿长达 27 年的持续成功，归因却是个难题。

疑难在于：上述基因，或杰出基金经理的共有基因——自律、勤奋、专注，或富达基金团队的特殊基因，并不能解释彼得·林奇与安东尼·波顿的神奇成功。一个明确对比效应在于：其成功不能全部归属于富达基金团队的共有基因，因为众多的其他富达基金经理也具备这些条件，但富达基金无法批量复制这些神奇基金经理的基因。

例如依据胜任力理论考察基金经理的成功。胜任力考察的焦点在于：岗位绩优者与岗位一般者品质差别的集合。这些品质可分解为五个层面个人潜在的特征，包括特定领域的知识、技能、特质和动机等。这些特征值必须可以被可靠测量或计数。其中特定行为能力指标的权数远大于素质指标。

胜任力的研究始于 1973 年，由哈佛大学教授戴维·麦克利兰提出。目前普遍接受的对胜任力的定义如下：胜任力是指能将某一工作（或组织、文化）中表现优异者与表现平平者区分开来的个人潜在的、深层次特征，它可以是动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机、特质、自我形象、态度或价值观、某领域的知识、认知或行为技能，它可以被可靠测量或计数，它不仅与个人所承担的工作有关，还能影响其预期或实际的反应、行为与绩效表现。

那么，波顿与业绩平平的基金经理主要的品质差别为何？《安东尼·波顿教你选股》中给出一些结论。"市场会继续前进，但成为一名成功的基金经理人所需要的素质却几乎不会有所改变，即自律、勤奋、情绪稳定且冷静，并对价值有着难以形容的敏感。"按与波顿共事多年的同事解读，"波顿成功的关键因素之一在于他能以不可思议的能力衡量和解释市场对一只股票的期望值。""这不是精算问题，而是大众心理学问题——理解他人行为。"

波顿曾经的同事杰佛利斯认为，波顿是英国基金业内少数几个投资大师之一，而投资大师的特殊品质难以揭示，"所有的基金经理人都具有很多共同的成功素质——知识、技巧、专注以及对'投资竞赛'的热爱。然而，伟大的基金经理人拥有一些额外的难以定义的成功要素，使他们异于普通基金经理。"

这些终极归因近乎成为玄学：对股票价值深层因素超乎寻常的敏感；能以不可思议的能力衡量和解释一只股票的期望值；"拥有一些额外的难以定义的成功要素。"笔者最终的感悟就是：无论对基金业而言，还是对于富达基金公司而言，林奇、波顿的成功注定是不可批量复制的成功。它是个性投资方法的成功，是特定历史机遇、特定机构决策流程与个人启发式决策（经验直觉式）相契合的产物。

如果把公募基金的各路英雄与信仰价值投资的巴菲特部落作一比较，你就会发现：巴菲特部落的成功是特定投资理念、方法的成功，是可复制的成功。复制的条件是对价值投资理念宗教般虔诚的信仰及对价值投资列示的投资规则一丝不苟的执行。这种执行力包括投资者的能力、性格、思维范式与价值投资方法的契合、匹配。价值投资哲学需要宗教般的虔诚，需要确信你奉行的理念能给你提供穿透雾障的慧眼，才能在别人恐慌时贪婪、在别人贪婪时谨慎。

公募基金积极管理型基金的成功通常是基金经理个性化特征值的成功，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可复制的成功。他们每个人只属于一段历史传奇。公募基金一般奉行广义价值投资或相对价值投资理念。其投资风格、方法多元化，与价值投资有鲜明的区别：第一，与价值投资重仓持有少数股票不同，公募基金奉行投资组合管理。林奇持仓的股票曾达1400种，波顿的投资组合也达200只股票左右。第二，持股期不同。价值投资的平均持股期在5年以上，年均换手率低于20%。林奇的持仓平均换手时间在1～1.5年。波顿股票的平均持股期为18个月。

公募基金经理成功的特征值只能归因到一个非常抽象的核心能力：非标准化、创造性解决问题的能力，或对股票风险收益错位出现投资机会所具有的深度识别能力。这种成功令人想到了冲浪冠军的成功——凭借高超个人技能，审时度势驾驭随机优势，借助大海的力量，时而在浪尖，时而在浪幕中翱翔。能有幸达到这种技能境界的大师寥寥无几。

成功基金经理的特征值——个性化基因考察。

复杂问题的认知与决策，涉及人类对特定事物认知的完整的认知链。其一，要在高度抽象层面，观察事物的整体特征，并作出类别归属判断，波普尔称之为“全称判断”；其二，要在微观层面，观察个体与整体的差异，找出个体的特征值，并就其差异性作出个性化属性判断，波普尔称之为“单称判断”；其三，要在参照总体特征的条件下，针对个体特征值作出决策。成功基金经理的个性化基因，就体现为对决策目标个体特征值的判别能力高低。

约翰·麦吉对股市分析工具的考评有这样的见解：“我们有时必须找到事物之间的差异，并牢牢记住每一件事情或者每一个事物在每个方面的独特之处，除了它们之间的相似之处之外。但是，有的时候寻找事物或事物之间的相似性却变得异常重要。只要我们不要把‘相似’和‘一模一样’混为一谈，我们便可以通过这种相似性分析得出某种有效的结论。这就是考评的方法。”[1]

股价是或然率主宰的世界。股价运动的基本形态是有序与无序并存，具体

[1] 约翰·麦吉，《股市心理博弈》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现则为宏观有序，微观随机或称全称有序，单称随机。这一特征在投资决策过程中如何体现？似乎并没有引起人们足够大的重视。实际上，宏观有序、微观随机之特征，对等于全称决策与单称决策之类别划分，它们是投资决策过程中两个完全不同的推理阶段，这两个阶段的决策目标不同，关注焦点不同，决策规则、依据不同。鉴于区分二者对合理决策至关重要，笔者认为有必要将“宏观有序”阶段的决策称为前端决策或标准化决策；将“微观随机”阶段的决策称为后端决策或非标准化决策。前半程决策，焦点在模式识别，属全称概率判断；后半程决策，焦点在单项事件变化特征值、临界值的识别与把握。两个阶段要求两类不同的专业技能。

前端决策有其固有的特征。一些常规类型的不确定性可用程序化、标准化决策应对。笔者认为可称之为前端决策。前端决策要解决不确定性推理第一阶段的主要问题，所面对的决策命题的全称概率判断问题——决策情境整体的概率识别。其程度可划分为三级：概率优势，劣势，中性。前端决策内容包括大部分流程化、程序化、模式化的决策。国际、国内，公募私募投资基金投资制定方面的一项基本建设，就是投资流程建设。机构之间的投资流程大同小异。其差别主要体现为投资理念、风格引起的差异。例如，认为市场有效，以资产配置为主要投资方法的机构，其投资流程和投资能力的相关资源会倾向自上而下的分析体系。如果不相信市场有效，以价值投资为主要投资方法，其流程和能力基本建设的重点则是自下而上的研究能力及重点公司覆盖率的高低。

投资机构实施的投资管理体制基本上是投资决策委员会、投资总监、基金经理之间的分权体制。公司投资决策委员会为最高投资决策机构。投资决策委员会负责基金的重大决策，包括基金仓位高低的决策、重仓股决策、行业或主题配置决策；投资总监负责监督、执行投资决策委员会的决议；基金经理负责把决议落实为股票投资组合的构建与动态管理。

从一定意义上可以说，在机构投资决策流程划分中，投资决策委员会的职责属前端决策，即“宏观有序”的应对——程序化、标准化决策；基金经理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职责属后端决策，即“微观随机”的应对——属于非标准化、非典型化、非模式化决策。

后端决策属不确定情境决策推理的第二阶段——单称事件特征值与阈值的判断、决策阶段。后端决策对应于“微观随机”，也对应于单称决策。前端决策在股票决策中解决交易方向即或买或卖问题；后端决策解决交易时机，即何时买或何时卖的问题。其动态决策的依据是阈值判断。不确定情境之下的决策，存在信息不齐备、不充分问题，而合理决策的前提是要具备一定的知情度。只有具备了必要的信息值之后，才可能作出合理判断。这个必要的信息值就是阈值。

后端决策与阈值有一定的关系。一个领域或一个系统的界限称为阈，其数值称为阈值。阈值也是临界值，是指能引起应激组织反应的最低值或最高值。就信息解读而言，阈值意味着有效信息数量，强度达到足以提供支持合理推断，即所需特征值水准。未达此值所作的投资决策属盲注或噪声注，属凭感觉、撞大运的赌博式投资。

单称动态概率的阈值认定具有主观性及非标准化特征。对同一事物，用不同理念、方法解读市场时，所认定的阈值指标不同。其具体内容会持续变化，不断被重新定义。例如，股票策略分析师对股市状态的判断，要依据一组焦点变量，这组变量包括基本面指标，也包括市场面、政策面指标。这组焦点变量也是不断更换的。某时段 CPI[㊀] 被列入焦点变量；下一时段则被列出，不再属所需跟踪、判断的焦点变量。

从全称概率而言，股市泡沫必破，人人皆知。这已不是大概率事件问题，而是个确定性事件。但就单次事件而言，何时破才是关键。泡沫必破的识别标志，临界值为何，则是决策难题。阈值的性质，可被解读为情境判断特征值，也可被解读为迷案破解之核心线索。

㊀ 消费者物价指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后端决策主要依据不确定性推理。不确定性推理可理解为在缺少充分信息的情况下作出判断。不确定推理与阈值决策的关系如下：

第一，不确定事件是个不确定性灭失的过程，是个信息从不确定到确定、由弱到强的过程。这中间有个临界值或临界域，即阈值。

第二，不确定性推理中一项结论，一项应对规则的触发、激活，需要具备两项条件：其一，要求情境与情境所对应的有效规则匹配——符号匹配；其二，规则启动对相关信息有一定的量化要求，前提条件的不确定性总程度必须达到阈值。不确定性推理中推得的结论是否有效，也取决于其不确定性程度是否达到阈值。

第三，不确定性推理的结果只是对推理结果的某种不确定性进行度量，减少命题不确定性的程度，但不能排除不确定性。

下面来看 21 点案例。宏观有序，就 21 点赌博游戏的全称概率而言，庄家有 4.5%的概率优势，这是个明确的静态概率。但微观随机，就单局而言，就单称概率决策而言，则是动态概率——随桌面明牌点数的变化而变化。决策者要不断从前期信息推断下一步输赢机会的大小。在单称事件演变过程中，庄家、客户之间的输赢并不确定，概率状态也在不断动态演化。例如，如果庄家明牌点数在 2～6 点，客户明牌为 18 点或 20 点，则此盘客户比庄家更具概率优势。

常见的误区之一是全称概率与单称概率的混淆。只有在经典概率中，在事件等可能性成立的环境下，全称概率与单称概率才一致，如各 1/2 的掷币概率。

如果理解了后端决策是基金经理的主要职能，就会理解积极管理型基金经理成功为何不可复制，就会理解其难度在于靠高超技能“骑乘”非标准化的单称概率优势。

积极管理型基金经理从不承认市场有效，其核心能力在于捕捉市场错误定价，在于对股票风险收益机会错位的识别与把握能力。

技能是指能够对特定领域内的问题之解决作出正确反应的能力。问题可划分为常规问题与非常规问题。问题的解决也有两种类型：使用现成方法可解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题可称为常规问题；解决非常规问题，要求具有创造性问题解决的能力。它没有固定的、标准的、一成不变的解决方案。规范问题解决靠知识；非规范问题解决靠能力，且是靠创造性解决问题的能力。

股票决策属非常规问题，也属高难度的复杂系统问题的应对。复杂系统所遇到的问题或有重复，但从来都是有差异的重复。彼此之间或是神似、形似、属性相似、结构相似，但绝不是无差异重复。投资面对的问题具有时变性，与时俱进。换种说法，对于基金经理而言，这是一种不确定决策情境之中，非典型、非标准、非模式化问题的解决能力。

笔者初中毕业后被分到属北京机械局的某轴承厂。某次听同事说机械局中有标准件厂，很新奇，但不知标准件为何物。后得知，标准件厂原来就是螺钉厂。这是笔者第一次获知标准件概念，它具有广泛的通用性，它标志着批量化、工业化生产。这种生产在各个环节都有标准的操作程序和检验标准。

对于笔者来说，理解投资是门科学还是艺术，关键在于理解投资决策过程是标准化决策还是非标准化决策。笔者赞成投资既是科学、又是艺术的观点，正在于所观察到的投资决策过程的前半程基本上属于程序化、标准化决策，据此可称投资是科学；而投资决策过程的后半程只能是个性化、非标准化决策，据此可称投资是门艺术。理解投资具有艺术属性，就在于该决策是非标准化产品，属艺术，体现主观创意，体现决策者的“自由意识”，体现答案并非是唯一解，而是多重解，具备宽泛自由度的选择空间。

投资决策是艺术，在于投资决策的基本特征是非标准决策、非典型决策、非模式化决策。非典型、非标准、非模式化决策具有下列特征。

第一，非标准、非典型问题大量存在，高频出现。均值与离差、典型与非典，对事物的认知与应对是两回事，尤其是面对复杂系统问题。我们对事物的认知，靠识别事物的共性，靠其类别特征值；但应对具体问题，重点是把握事件的个性、特殊性，才能有好的结果。事物重复仅是相似性重复，并非无差异重复。经验参数是制胜关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，典型、标准化事件，易获共识；共识度高，机会少；非典、非标问题，分歧高，机会大。偏差是超额收益的主要来源。非标准化问题的处置，是大家的短板，而短板决定全局。

第三，非典事件，包括小概率事件。小概率事件出现频率低，相关经验少，总是以独一无二的形态出现，不可预测，后果严重。小概率事件确定度低，定价参照少。例如文物拍卖定价，基于其稀缺性，价格具有跳跃性特征，涨跌经常不连续。

第四，非典型决策有下列信息特征：其一，信息模糊，且经常相互冲突，事物状态准确计量困难；其二，相关信息数量庞大，充斥噪声，且信息流随时间不断更新。

成功基金经理基本素质模型要求基金经理的核心能力如下：

（1）知识。要具备多元知识。

（2）完整、清晰且具有可执行性的投资理念、哲学、方法体系。

（3）高端的“金融技能”，包括：获取信息、拥有高质量信息源的能力；解读信息的能力、独立判断的能力；相对优势的股市经验——规则库、情境库储备深度；情境识别能力、规则与情境的匹配能力。

（4）足够的股市投资经验：至少有两个股市周期的经验，周期阶段股价差异巨大，能应对高频出现的不确定性类型，低频率、周期性出现的不确定性类型，尤其是异常值情境的处理，有相应的危机处理能力及胜负手应对能力。

（5）心理素质：

1）智商情商并重。某些投资策略甚至情商重于智商。这即要求有很强的情绪管理能力。

2）开放式思维与批判性思维。对投资领域重大规则、结论，能验证的一定要验证。善于倾听他人意见，并有持续学习的习惯。

3）动机、动力。专注，视职业为使命、为乐趣；有高的职业道德水准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章

投资理念重于投资技巧

语录：

“大家通常要经历多年极度的挫折后，才会开始了解信念是问题的来源。”

马克·道格拉斯，《交易心理分析》

经验之谈：

技巧先于理念，理念重于技巧。

成功的股票投资大师的共同特点之一，是每个人都有适合其自身的投资理念。

美国最早、最著名的共同基金评价机构——晨星公司的创始人，帕特·多尔西2004年在《股市真规则》一书中，基于其近20年对共同基金投资操作的评价与观察，结合其个人多年的投资经验，总结出股市成功投资所需遵循的五条基本规则：

（1）做好你的功课，拥有自己的投资哲学。

（2）寻找优势公司。

（3）买入之际要有安全边际。安全边际是股价与我们对股票估值之间的差值。

（4）长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）知道何时卖出。

其中首要规则就是要形成自己独立的投资哲学或投资理念。“成功的股票投资依赖于个人训练，不依赖于别人是否赞同你。至关重要的是要有一个稳固的，有充分依据的投资哲学。”

投资理念是指导投资者投资行为的最基本规则或投资者为自己的投资行为所制定的投资宪法。“决定人们行为的动机是概念的可信度，而不是正确性。”㊀

投资理念或信念是投资者对于证券市场基本属性、本质关系的认定，是处理该类特定事项的基本方法、路径。投资理念或信念是投资者所认定正确、有效，并身体力行的最基本的投资行为准则。“投资理念是投资者为获得组合收益而采取的投资策略，是贯穿于整个投资过程的根本原则。”㊁

投资者投资理念的主要来源可分为外生植入式或内生沉淀式。无论那种来源，其投资理念都有一个形成过程，即落地生根过程。这个过程与投资者成熟的过程相一致，可分为三个阶段：搜寻、建立阶段；初步形成与验证、修订阶段；定型与坚定执行阶段。股市的大多数投资者尚处于前期两个阶段，投资理念未生根，方法与理念不协调，投资理念尚处形成、试错过程。这是某些投资策略执行难的原因之一。然而，无论处于那个阶段，无论你有意识或无意识，总有某种投资理念在统治、支配你的投资行为。区别在于它合理不合理、成熟或不成熟。

马克·道格拉斯认为，你的信念来自于与外在环境表现方式本质有关的概念，来自你对环境所传递信息的感知和环境所具有的基本关系判断。信念具有排他性与统治力，它支配行为。“信念最明显的特征似乎是会使我们经历到的东西变成不证自明且毫无疑问。”信念，又是重复性错误的一大来源。“事实上，要不是你这么急于追求长期交易获利，也不大可能探讨这个问题。大家通常要经历多年极度的挫折后，才会开始了解信念是问题的来源。”㊂

㊀ 詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性之路》。
㊁ 大卫F. 史文森，《机构投资者的创新之路》。
㊂ 马克·道格拉斯，《交易心理分析》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技巧先于理念，理念重于技巧。技巧是股市中投资机会识别的技术手段。投资者入市，必然从个案、从局部做起，先探寻解决问题的技巧——技术性问题。通常，技巧先于理念。它带来的副产品之一，是造成许多人迷失在追求技巧层面，不能自拔。有时，局部所得或为全局所失。

投资技巧与投资理念有本质差别。第一，适用范围不同。投资理念覆盖全局，强调要能适应股市各周期阶段的各种状况；投资技巧仅适用于局部，通常仅针对某种特定情境。“投资技术的试金石仅仅是其是否‘管用’，如果某种技术某时某次有效，就被认为正确是危险的。聪明投资者不能计较一时的对错，而要坚持长期有效的方法。”第二，有效期不同。投资理念有效期长，变动频率低，稳定性高；投资技巧时效短，变动快。第三，建设周期不同。技巧属短线、支线建设；理念属长线、基本建设。理念只有在一些局部问题出现不断的重复、投资者遭遇重大的成长瓶颈之时，才被重视。其问题提出晚，建设周期长。第四，供求状况不同。理念始终存在供给短板，存量不足。如果你查询投资类书目，你会发现 80%～90%为技术类书籍，关于投资理念、策略的书籍非常有限。供给短板的形成在于这个问题难度高，综合性强。它属投资者中高端需求，受众至少要有 3～5 年以上的实战经验，且不同的流派有不同的理念，现实中经常混杂在一起，难以分辨。

理念重于技巧在于：理念要对应市场整体特征。管理大师艾柯夫强调一个重要的管理理念：做正确的事远比正确地做事更重要。做错误的事越有效率，越是错误。同理，战略层面的问题远比战术层面的问题重要。只有在战略层面旗鼓相当之际，战术层面的作用才有决定意义。战役之胜负，不取决于战术，有时甚至不取决于战事过程本身，而取决于战前的谋划与准备。战事未开，胜负已决。

解放战争中的孟良崮战役是很好的案例。1947 年，国民党重装整编的 74 师，协同其他 17 个师进攻山东解放区。其 4 万之众，被 20 万华北纵队的解放军有预见、有计划地围而攻之。74 师训练有素，装备优良，也曾战功卓著。然而，此役之胜负不在战术层面，而在战略层面。解放军的战略指挥部始终在距离前线不足数公里的距离之内，且随战役推进而跟进。在战役被中央确认之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略指挥部拥有全部指挥权，10 个纵队，20 万大军，均由之指挥、调度。反观国民党方，74 师进退不能自主，由远在百里之外的司令部决定，司令部还需不断请示南京总部。重大事项迟迟不决，左右友军相距在 1～2 天的路程之内，却相互推诿不前。瞬变战机一再延误，仅 3 天之内，74 师就被全歼。74 师之败不在战术层面，而在战略层面，战事未开，成败早定于帷幄。

投资理念强调与市场全局各阶段整体的适应性，包括对市场周期性异常值的应对。如果投资方法整体适应度低，投资者前期短期收益率实质仅为“名义收益率”，并非“真实收益率”。长期收益率会大幅折价。

投资技巧与投资理念有一定的关系。第一，重技巧还是重理念是两种投资策略。就出现顺序而言，技巧先于理念；第二，就二者地位、作用而言，理念重于技巧；第三，对每个投资者而言，个人的短板决定整体的能量。技巧、理念，哪个是短板因人而异，缺什么补什么。核心是实现理念与技巧的各层面匹配。

下面介绍投资理念的特点。投资理念建设周期长。具有成熟的投资理念是投资者成熟的基本标志。但最简单的东西，却常常最难被理解。巴菲特 1984 年提出了这样的疑问，“附带说明一下，让我感到非常奇怪的是，人们要么会瞬间接受以 4 美分买入 1 美元的东西这一理念，要么永远也不会接受这一理念。这就像向某人灌输某种思想一样，如果这一理念不能立即俘获他，即使你再跟他说上几年，拿出历史纪录给他看，也无济于事。他就是不能掌握这一概念，尽管它是如此简单明了。”

投资理念的坚守来自信念，信念的坚守来自自信，来自对该信念的置信度，而置信度则来自个人投资心路历程的种种验证。无论有意或无意，投资者实际在依据个人信念系统交易。具体体现为其所执行的投资模式、决策规则。

投资者所执行的投资理念，不能听其言，而要观其行。例如，在理念不成熟或形成期，会出现投资策略、理念与具体投资方法错位、不匹配的问题。有些投资者前期受挫，夜间得道，信誓旦旦要痛改前非，一心一意要做长线投资。一到白天，偏偏又忙于短线交易。明知“好股”稀缺，但拿到“好股”也耐不住寂寞，总嫌其涨得慢，涨得慢自然就不是“好股”，不是“好股”就去换，涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个5%或10%就落袋为安。过个一年半载，已卖掉的“好股”又涨了30%～50%，甚至翻了一番。殊不知真正的“好基因股票”，也要靠时间的磨砺方展现其与众不同的内在价值。这边口口声声自称信奉价值投资理念，那边操作手法却是“动量投资”与“趋势投资”。

投资理念是投资者面临的重要战略抉择，它解决投资者股市投资的战略层面的基本方法、策略，分析路径是否合理、有效问题。投资理念是个完整的体系，体现为不同层面的投资规则、分析路径、各环节决策行为准则。

首先，正确的投资理念在复杂莫测的股海航行中承担定位、定向的罗盘作用，能帮助投资者规避一系列高频率重复的投资失误或重大的投资错误。投资人士常感叹至高的投资境界是“大道至简”，刻意防范投资中的小聪明，崇尚寻觅投资“大智慧”，均在举证投资理念的重要性：投资理念重在防止投资者在战略层面上失误，这种失误不能靠战术层面的能力及努力来补救。

例如，投资者常见错误之一，就是热衷于股市的短线交易，并把主要时间、精力投入短期交易。对一些经验不足的交易者而言，经常存在尝试把握短期波动、获取更高收益的诱惑。如果选择正确，短期频繁交易等同于高周转率、高杠杆交易。如果成功率高，自然获利幅度大。问题在于：操作难度与你的能力能否与之匹配。短期波动，随机性高，对技能要求高，如果不匹配，则损失大于收益。如何对待短线交易问题，不同投资理念给出不同答案。但无论依据价值投资哲学，还是依据趋势投资原理，都视短线交易为输家游戏。投资者要回避，不参加短期交易。上述结论基于下列投资信念：第一，股价短期变动属随机运动，随机运动的本质特征就是不可预测；第二，趋势投资者信条之一是趋势不可预测，只能跟踪；第三，短期交易累积下来的交易成本与交易失误使投资者得不偿失；第四，在价值投资对市场的解读中，短期频繁交易，风险远大于收益，并非风险收益机会均等。

其次，投资理念是高效的噪声过滤器，能助投资者化繁就简，使投资者的注意力集中到重要事项上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个投资者都会面对股市生生不息的海量信息如何处置的问题。据朝阳永续数据统计，2006 年—2010 年，卖方研究报告发布数量从 12378 份增至 39281 份，5 年增加 2.2 倍。2010 年已达 39281 份，2010 年为 242 个交易日，平均每天 162 篇，其中深度报告、调研报告、一般报告，每天近 60 篇，不含买方报告，且报告数量还在快速增加。

股票投资，在一定意义上是信息战。做为机构投资者，每日收到的各类研究报告不低于 300 份。且日日如此，只增不减。如果全部阅读至少要花上 1 天的时间。

每日报告中噪声的比例极高，能触动“警觉”、“兴趣”的报告寥寥无几，可你不读又不能甄别。况且，证券的研究报告大多具有很强的时效性，日日更新。它不是一次性投入，而是时间资源日复一日的持续性投入。面对海量信息，再勤奋的投资者也只能选择性阅读。

信息本来的含义是不确定性的减少，但投资者目前不得不面对日日更新的海量信息，如不妥善处理，信息泛滥会伴随噪声泛滥，反而造成不确定性的增加。海量信息如何处理——信息筛选及合理简化，已事关成败。投资者的时间资源、认知资源均是有限资源，其注意力常态配置状态，对关键信息的跟踪、聚焦的能力，取决于投资者基本投资理念对信息分类的取舍、过滤。

认知科学的一些研究成果有下述结论：第一，缺乏处理大量信息的能力是人类大脑认知约束之一；第二，“在达到最低界限之后，更多的信息只能意味着多余信息和恒定的准确度；”[㊀]第三，专业人士只注重关键信息，专业级别越高，作出正确判断所需信息越少，专家只关注最有价值的信息，不让过多信息分散有限注意力。

信念锁定你关注哪些关键信息，关注哪些特征值。在决策过程中，投资信念是影响决策者对事实数据感知的过滤器。方法出自信念。用信念确认焦点层面、焦点问题，依据重点思考，才能有效过滤、简化海量信息。

㊀ 詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性投资之路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简捷，信息的时效性，迫使人们在短时间内对大量信息筛选、整理。海量信息在重点与原则的统领下变得简单，易于处理。

“如果我们把金融领域的出版物和那些上市公司派发的材料都算在内的话，我敢说提供给证券分析师使用的信息当中至少有75%都是不足以采信的。它们要么具有误导性，要么故意忽略相关的重要信息。所以，我们面临的挑战就是：你需要搞清楚哪些信息属于剩下25%的可信信息，在这剩下的一部分中对你的投资来说哪些最重要。这些信息中往往只有 2%可以帮助证券分析师作出正确的投资决定，从而获得超额收益。”㊀

例如，价值投资理念始终关注企业中长期基本面因素的变化，这些属慢变量，在定性分析方面有较大的确定性。价值投资者不关注短期波动因素，它视之为噪声，属由情绪、心理因素决定的快变量，投资者难以把握。对价值投资者而言，避开短期扰动因素至关重要。区分信息级别、权数、层面，投资信念帮投资者解决精力、资源投放的有效性与低效或无效问题。洞察力差别由此产生。

成功的基金经理科布里克在《大钱》一书中，讲述了其股票投资成功所遵循的思维模式：首先你要摆脱陈旧的思维束缚；然后你需一个罗盘，以便把精力集中在至关重要但并不复杂的事情上；其后，识别优秀公司，进而购买，通过耐心、长期持有最优秀公司股票，最终获高倍回报。

科布里克强调：“信息时代的到来也没带来投资的改进，对大多数人来说，信息过量反而使靠股票致富的难度增加了。大家几乎什么都找，然而只是毫无重点地瞎找，不得要领。关注什么以及如何关注，简化并聚焦投资重点，可极大提高你的致富概率。”“这个世界充满机会，前提是你要学会简化问题以及专注于必需的具体知识。这些知识让你自信，只要遵循一些规则，知识能让你赚大钱。”㊁

理念作用：第一，关注焦点不同；第二，对同样信息的解读不同；第三，提高投资者时间、精力、资源、使用效率，获取相对优势，谋求满意回报率。

㊀ 詹姆斯·瓦伦丁，《证券分析师的最佳实践指南》。
㊁ 佛雷德里克·科布里克，《大钱》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次，投资理念支撑投资者的独立见解，支撑投资者关键、重大时刻的成败取舍。“投资成功需要信念，而这种信念源自对这个投资组合的构建原理有基本的了解。除非投资者真正相信这种非传统的资产管理方法有效并且正确，否则，最终的结果几乎肯定不能经受起各种市场力量的考验。”[一]

股市大的输赢多在尖锐的分歧中产生，且真理通常只在少数人手中。先机决定了战机，有时也决定了胜负。在市场一系列重大分歧时刻，成功的投资者通常具有与众不同的独立见解，尤其是在股市过度波动的过程之中，或个股陷入激烈分歧之际。值此高温高烧的境地，如何保持众人皆醉我独醒的境界确实难能可贵。它考验投资者的功力，实质也在考验投资者对自身投资理念的置信度与执行力。如果投资者始终随波逐流，其最终结果也会与多数人一致，业绩平庸，流于落败。能受命不迁、横而不流者，必有自身投资理念的支撑。股市中的定力、独立判断来自信念；信念在投资判断上体现为对某预期事件发生与否的置信度；置信度来自相关知识与经验的储备，来自个人心路历程的不断验证。

最后，投资理念为投资规则体系提供定位、定序的基准，是采取综合决策框架所必需。投资理念统领投资方法，否则会杂乱无章，相互冲突。投资信念具体将体现为一个方法体系，体现为一系列环节的基本规则，包括决策方案评估、筛选标准，决策结果的评价标准等。

目标系统的复杂性导致统领问题的提出。复杂系统之复杂，在于多元因素的相互作用；多元逻辑的交错作用，导致单学科原理失真、失效。统领界定系统内的位序规则，包括多元方法的统领、多元逻辑的统领。投资理念在方法体系中处于统领地位，提供了其他相适应方法的选择基准。

投资大师存在多种投资信念，投资风格，但也有其共同点：

第一，强调独立思考，不承认市场有效。他们不随波逐流；市场、一致预期、股市多数人都有出错的时期，而出错是投资机会。

第二，不参与短线波动操作。不关注日常波动、随机波动。日常的随机波

[一] 史文森，《不落俗套的成功——最好的个人投资方法》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动并不改变个人财富，因为你不要奢望能处处把握住这种波动。坚守长期投资策略是成功之道，真正的挑战是坚守长期投资纪律。价值投资者格雷伯格的投资哲学很简单："一个人应该拥有一种在长期看来会赢而不会输的方法。投资者不应使用在提供丰厚回报的同时，也可能面临巨大损失的方法。投资是长期的事业，所以投资者必须找出一个能让他成为长期赢家的方法。"㊀

第三，强调理念、方法各不相同，但均可获得成功。他们各有自己明确的投资理念、投资哲学，并有一套从大到小、从简至繁的投资规则。他们坚守信念，尤其是在逆境中。坚守源于自信理念的正确率。

例如，欧奈尔奉行基本面与技术分析相结合的投资方法。强调买强不买弱、买涨不买跌。价值投资者则强调：低买高卖、不低不买。同样的情境，不同的解读。单就一时一事，无对错之分，需综合评价。

第四，认同最重要的投资规则是投资过程合理化。过程合理化评价高于结果导向评价。完全以结果做决策质量判断标准，其错误在于：忽视了当时决策时点各类盲区对决策的约束，尤其是当时不充分信息对决策的限制。

第五，要设安全边界或止损机制。要设定可承受的风险。股票投资，不是不出错，而是必出错；重点在于防止出大错。不能容忍风险超过承受能力是基本原则。控制头寸，特别是控制杠杆应用，要及时止损。

第六，操作系统适应性的全周期检验。要长期有效，全面适应，而非仅适应某些情境、某个股市阶段。要进行综合性整体评估。股市长期的好成绩，说明对整体周期性环境、随机环境的良好适应性。短期有效的方法未必长期有效。

第七，敬业，勤奋、专注。投资是事业、乐趣，而非工作。专注，了解自己的能力，坚守属于自己的阵地，只作自己最有经验、最擅长的领域。

第八，强调情绪管理，强调投资策略的执行力。培育情商；用规则、纪律约束自己。大师能为人所不能。大师能克服一些重大的人性弱点。败者受人性贪婪、恐惧的弱点支配。

㊀《鹏华杰出投资者文摘》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章

适合自己的策略才是好策略

语录：

每个成功的投资者都有适合自己的交易系统；有效的交易系统有多种，但不一定每种都适合你。除非你对自己心理优劣特点有明确的认知，否则无法找到适合自己的交易系统。

范 K.撒普，《通向财富自由之路》

经验之谈：

对投资者而言，策略选择的根本原则是：适合投资者自身特征的策略才是好策略。

不同的投资理念、策略均可成功。

股票收益=投资收益+投机收益。其中，投资收益率=股票红利率（股息率）+企业利润增长率；投机收益率=估值标准变化+非基本面价格波动。股市年度正常期望收益率=股票红利率+GDP 增速。这种正常收益率通常是指数年的平均收益。因为牛市或熊市会造成年度扭曲。不同类型的投资者追踪股票价值、价格不同的运动轨迹、模式，追求各自独立的收益来源。短期技术面投资者关注数周或数月股市波动的高低点，及相关的操作技巧与收益率。短期评价会导致股价过高或过低，为中长期投资者提供机会。

投资策略有多种，投资组合、价值投资、趋势投资，主动投资、被动投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动量投资、量化投资等。不同的投资策略，视角、视野、视距不同，机会评价不同，收益来源不同。机会类别的差别构成基本面派、技术派、综合方法派各自的生存空间。然而，不同的投资策略需要匹配不同类型的能力与资源，匹配不同的难度系数、试错成本和回报率。

投资方法、策略是投资工具。各种工具均应运而生，其有效性与生命力取决于该工具与所对应问题、情境的匹配。各种策略、方法，各有其有效界域，不同的投资理念、策略均可成功。

适合投资者自身特征的策略才是最好的策略。对投资者而言，不能单凭投资策略内在逻辑或别人使用的效果评价策略好与差。你可能目睹别人投资获利，你可能耳闻种种成功的策略，但再好的投资策略，如果得不到执行就不是好策略。策略选择的一项基本原则是，适合投资者自身特征的策略才是好策略。能执行到位的策略才是好策略。“每个成功的投资者都有适合自己的交易系统。有效的交易系统有多种，但不一定每种都适合你。除非你对自己心理优劣特点有明确的认知，否则无法找到适合自己的交易系统。”㊀

适合自己的策略是最好的策略。何为适合？策略的有效性取决于匹配性。这种匹配分为两类：第一，内外匹配，规则与情境匹配；第二，内部一致性匹配，即策略与个人特征匹配，与个人优势域匹配，与个人既定能力匹配。

内部一致性匹配要求对个人特征作评估。所选策略要与个人多项特征相匹配。第一，投资目标要与个人投资能力成熟阶段相匹配。第二，投资策略要与个人既定的资源特征匹配，包括财务资源、时间资源、信息资源；要依据个人财务状态设定可承受风险。第三，要与个人性格相匹配。第四，要与个人优势能力相匹配。

首先要明确个人投资经验所处的阶段，确认个人投资能力级别的归属，是属于初级、中级，或是成熟阶段投资者。测试指标包括：从业年限；投资决策所依据的方法、模式；有无固定方法体系或仅依据单项方法、公式，甚至仅依

㊀ 范K. 撒普，《通向财富自由之路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据道听途说。例如，仅依据简单 PE、PB[⊖]指标，或某几种半生不熟的技术分析指标、局部方法合成、综合系统方法合成。初级阶段属策略寻觅阶段，策略尚不固定；中级阶段是策略测试、修订阶段；成熟阶段才是策略定性、稳定阶段。如果处于初级阶段，入市仅 1～3 年，当前要解决的主要问题是控制风险，降低试错成本，不亏钱，少亏钱。阶段目标要设定为获取、积累投资经验问题，而不是战胜市场问题。

其次，策略要与个人既定资源匹配，包括财务资源和个人可用于投资的资金来源、性质。资金是闲置资金还是基本生活来源资金，是长期资金还是短线资金，这涉及个人可承受资金损失的限度。时间资源涉及专业与业余。如果是业余，不仅要尽量选择简单易行，也要选择认知资源持续投入少的投资策略。策略要适合个人与证券投资相关的知识、能力、经验储备。

每种策略要求不同的资源与之匹配。不同的投资策略、风格，对相关资源投资有不同要求。决策对认知资源的消耗，可分为一次投入与持续投入。越简单的策略，要求匹配的知识、信息、时间资源等认知资源越少，持续期越短；越复杂的策略，要求资源投入越多，消耗的资源越大，持续期越长。

例如，如果你要采用主题投资策略，就要具备较强的自上而下的分析能力和相关产业链知识背景。主题投资策略跳出了传统的投资思路，它为我们提供跨行业的视角、前瞻性的关注和挖掘主题形成及主题形成后企业集群的价值重估。主题投资通过寻找基础市场的发展主题，发现受益于主题的企业集合，这样的企业集合既可能是某个单独的行业，也可能是多个行业。在主题企业集合中寻找最能获益的个股构建的投资组合。

主题投资的形成与演变可分为以下阶段：主题的形成；主题的扩展；主题的衰退；主题的退出。主题的形成、扩展、衰退，其判别主要依据三个量化指标：主题持续的时间长度；主题覆盖企业集群的数量、规模；主题覆盖企业受

⊖ 市盈率、市净率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的程度。具体投资策略为下列流程：投资主题的聚集与确认；投资主题精选与配置和个股选择。主题的聚集与确认包括两部分的内容。第一，形成主题备选库。例如，目前已存在的主题有城市化、消费升级、资产注入、农产品涨价、医疗体改、节能减排等，目前正在形成的主题有中西部崛起、航天、军工主题等。第二，形成各个投资主题的股票备选库。根据主题与受益企业的关联度，确定“主题企业集合”，形成各投资主题股票备选库。这种策略一般只能是机构实施，个人资源难以匹配。

股市专业投资者与业余投资者的区别，主要是投入时间和精力不同造成专业程度上的差别。一个业余投资者，每天除工作、睡觉之外，剩余时间也就 6 个小时左右。股市研究一般也就能挤出 2～3 个小时，很难超过 4 个小时。而专业人员每天至少花费 6～8 个小时，为业余的 2～3 倍。职业经理人的能力主要来自专注和经验的积累。

再次，策略要与个人性格、情商匹配。性格是指一个人相对稳定的心理特征和行为倾向。不要指望个人能改变性格，去主动适应某种投资策略。最好还是按照既定性格，去匹配相兼容的投资方法、策略。

最后，了解自己的优势与劣势，所选策略要与个人优势能力匹配。投资者要了解自己的“能力范围”，细分市场状态。要明确定位自己的能力适合哪类市场情境。把市场情境或作战区域划分为个人能力的胜任区（擅长区）、熟悉区、灰色区、盲区（回避区）。巴菲特认为，只投资自己能看得懂、看得明白的公司，投资仅限于自己能把握的能力范围。

专注把世界缩小，把个人的价值放大；简单世界因专注而可控，复杂世界因专注而可解。体育竞技中的一项重要原则是遵守自己的节奏，免受他人干扰，这是保证运动员能正常发挥技能、克敌制胜的基本原则。

投资策略、规则一旦确立，要确保执行到位。赢家、输家的差别有时不在是否了解规则，而是能否落实。策略要得到执行，需解决下列问题：

（1）能力与难度系数匹配。投资始终面对挑战，要在投资策略与你的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技能之间找到一个适当的平衡点。要选择适当的细分交易市场、细分交易对手，其类别、等级要与个人能力匹配，不要超出自己的当前能力做交易。这种匹配包含游戏类型选择、适当的技能和目标选择。如果挑战超出你的技能，你会不断受到挫败，丧失信心。例如，期货交易的统计结果告诉我们：绝大部分第一年入市的交易者会惨败而归。这是一种高杠杆、低存活率的游戏。如果任务太容易，如买些国债，持有到期，则无趣、乏味，激发不了潜能。笔者身为学生之际，在校足球队参加过一场友谊赛。比赛的对手是北京某大厂收编的由国家青年队退役成员组成的业余“专业”队。专业与业余比赛，那球没法踢，对方始终控球在80%以上，笔者这一队几乎拿不到球。股市也是同理，寻找适合自己的游戏与策略至关重要，不要到高手云集的细分市场玩牌，在那里你就是一只傻乎乎等待被剪毛的羊。

（2）理念、方法要落实到手册一级。要提高策略执行力，个人所要遵循的决策规则要细分，至少分三级：理念级规则，包括信仰价值投资、趋势投资、动量投资等；策略级规则，主要涉及不同基本决策情境应对规则，包括熊市、牛市、整理市的识别、区分；微观级——手册级操作规则，包括与理念、方法相匹配的各种识别指标，买入、卖出规则与信号。分级重点要检验规则内部的一致性、协调性。任何投资理念、方法，一定要分级明确到手册级才可更好地执行。何为手册？霍兰描述了这样一种操作程序：“在认知领域，任何我们称为技术的或专业知识的，都是一种内含的模型，或说得更精确些，是一组长期经验积累和凝练而成的，即铭刻在神经系统的巨大而相互环扣的常规操作程序。”㊀

《清单革命》则将之描述为“清单”。《清单革命》的作者认为：世界的复杂性已超出了人力所能控制的范围，任何一个需要从业人员掌控大量知识的领域都难逃厄运。应对复杂世界，减少错误，需要清单。清单是一套简要关键的操作程序。清单提醒我们抓住关键，不要忘记一些必不可少的基本步骤，避免失败与错误；清单帮助我们重塑行为，培养自律；清单帮助我们的大脑建立“认

㊀ 米歇尔·沃尔德罗普，《复杂——诞生于秩序与混沌边缘的科学》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知防护网”，弥补我们的认知缺陷。

价值投资，不仅要有清晰的理念级、策略级规则，也要有手册级规则。例如：

第一，理念级、元级规则。其核心为企业中长期盈利能力评估。价值投资者列出四项要件：①企业具有好的、高回报业务模式，且这种模式具有可持续竞争优势，存在进入壁垒或企业拥有一定的定价权。②公司治理、管理优秀，有诚信良好的管理团队、高标准的职业能力与职业道德，能维护股东利益最大化。③公司资本有再投资机会，业务可持续（行业前景好，有发展空间)。④资产价格具有足够吸引力，有足够的折价。

第二，策略级规则。它包括以下要点：

①简单就好，价值投资主张买入你可以评估和理解的股票，避免买入复杂业务模型、财务过度敏感且不透明的黑箱股票。②长线重仓，价值体现需要一定的时间。③有护城河，抗干扰能力强，确定性高，随机波动性小，确保本金安全。④短期波动不是风险，永久性资本损失是风险。

第三，手册级规则，可具体到选股标准：①从业务模式来说，杰出业务模式评价标准有以下几项：有明显的定价能力；有增长前景；具有高于平均水平收益率对利润进行再投资的机会；在行业内，是价格、标准的制定者，占主导地位的市场份额；有专有资产，即专利、技术；有成本优势，这对周期性行业尤为重要；是强健的品牌。至少具备上述两种品质才买。②从公司管理来说，对重点公司持续动态跟踪、调研。通过调研、访谈，了解管理层，了解公司整体战略、机会与风险。保持第一手研究至关重要，强调研究的独立性。③从股价来说。估值上要存在安全边际，买入证券时存在较大价格折扣。

当然，价值投资者在理念、策略级规则上大同小异，手册级规则各有不同。但投资者要具有类似完整的规则体系，才能保证理念、策略的执行力。

（3）策略、方法与情境匹配。策略、方法对应情境才有效，错配失效，正确识别是关键。不同的方法，适应不同的情境。规则众多，均有效，但各有各的适应情境，条件并不相容，需要整合，防止错配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）理念与方法匹配，保持内部一致性。如果投资理念的虔诚度不足，就难以承受各类风格轮动机会的压力与诱惑。投资理念支撑投资策略。投资理念的虔诚程度，决定了投资策略的植根深度。哪种投资策略有效，投资者通常有多种投资体验，并面对众多选项。从本质上讲，投资策略中性，各有其有效界域，对投资者而言，均在可选序列。

适合你的投资策略，一定要是你的性格、技能与选定策略相匹配的策略。这里要讲一下知与行的差别。知为单边，知仅是了解规则、知道规则，甚至能熟练背诵规则。行需多边合力。不仅要知道规则，且要知道规则所适用、匹配的决策情境，匹配方可执行。仅知道规则，哪怕能耳熟能详地背诵规则，与正确地应用规则是两回事。例如，谁都知道熊市最好的策略是减仓、空仓，操作中的问题在于你何时完成对熊市的确认。实际操作是考验投资者已完成上述多边匹配及适应程度的问题，它包括个人性格、技能与策略的匹配，也包括策略、技能与情境的匹配。

不同的投资策略，关注的焦点问题不同，对投资者能力类型的要求不同，对同样信息的解读与行为反应也不同。例如，投资组合策略与价值投资策略，实际是两类完全不同的策略。价值投资策略奉行的是自下而上的分析路径，其核心是个股选择策略，关注的焦点是价值与价格的大幅错位，并以这种偏差、错位作为最主要的收益来源。价值投资策略采用的业绩评价标准是绝对收益标准，同时也是3年以上的长期评价框架。投资组合策略，承认市场有效，奉行自上而下为主的分析路径。投资组合有三个主要收益来源：资产配置收益；择时收益；选股收益。其中资产配置收益是投资组合最主要的收益来源。投资组合采用的业绩评估标准是相对收益基准，主要针对组合自身所确定的同类指数比较基准。

三位美国资深专家利用统计学中的因素分析法，结合美国91家大型养老金计划10年的历史资产配置数据，进行了专题研究。作者把投资组合决策过程分解为四个步骤：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）确定资产组合中的类别资产，即确定哪类资产进入组合。

（2）确定进入组合的各类资产的常态权数。

（3）进行市场时机选择，对各类资产权数根据市场时机进行策略的调整。

（4）股票选择，在限定的比例实施股票的动态优选。

前两个步骤被定义为投资政策，后两个步骤被定义为投资战略。

依据对美国 91 家大型养老金计划的历史资料进行分析，作者得出了以下结论：

第一，投资政策，即资产类别选取及常态权数的确定，对资产配置的整体平均绩效有决定性的影响，它能对总回报的 93.6%作出解释。投资战略，即市场时机选择与股票选择，对总体平均回报的影响并不显著（见表 20-1）。

表 20-1　美国养老基金业绩归因分析

年　份	总回报（%）	回报来自投资政策（%）	回报来自时机选择（%）	回报来自股票选择（%）
1986	100	93.6	1.7	4.2
1991	100	91.5	1.8	4.6

第二，采用市场时机选择，偏离常态资产权数及采用股票选择战略，就个体样本而言，其收益率能形成显著的差异，但就整体平均收益率而言，其收益率低于资产常态权数分布的收益率。

第三，如果把 91 家养老金计划的资产配置的平均水平作为常态权数。其股票与债券及现金的常态比例为 60%/40%的分布。

1991 年这三位专家采用原分析框架，结合 82 家大型养老金计划 1977 年—1987 年的投资数据，对原结论再进行验证，其结果进一步支持 1986 年的分析结论。

有时投资策略选择会陷入误区。错配会丧失执行力。常见错配之一，就是风格轮动，全能散打。每种策略都有机会成本，都有不得不放弃的机会，忍受一些牺牲：不同的方法有不同的试错成本与回报率。不同方法、风格，在不同阶段有效性不同。风格轮动、行业轮动是常态，但风格频繁游弋便无风格。风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格坚守也缘于自信，尤其是遭遇风格环境冬天之际。每种风格都有自己的顺境与逆境。坚守方可制胜。逆境能否坚持尤为可贵。板块、风格轮动机理与驱动力转换有关；驱动力转换与边际权数作用变化有关。谋求处处领先、时时领先可望而不可求。对策略，要早日作出认定、选择。常见的错配之二，是理念与机制的错配。公募基金总在高喊价值投资、其产品设计、投资流程、业绩评估体系，都是依据投资组合原理设置。这完全是两种不同的投资理念与方法，根本不可能落实价值投资策略。

本章参考文献

[1] Dietz. Peter.Setting Objectives and Allocation Asset：the Pension Manager’s Dilemma[C].Spring 1976 Seminar，Quantitative Research in Finance.

[2] G P Brinson，L R Hood G L Beebower，Determinants of Portfolio Performance[J]. Financial Analysts Journal，1986，Jul-Aug.

[3] G P Brinson，L R Hood，G L Beebower. Determinants of Portfolio Performance 2：An Update[J]. Financial Analysts Journal，1991，May-Jun.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章

散户如何战胜机构

语录：

“你在一个自己设计的游戏里更加难以失败。”

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，《黑天鹅》

经验之谈：

如果能在确认机构出错之际或之处下注，个人投资者必胜。选择适合你的游戏比选择如何游戏更重要。策略重于技巧。

本章探索的问题是：盲注能否战胜聪明注？散户能否战胜机构？如果能，散户如何战胜机构？须遵循的路径如何？这不是一项高端智力挑战，而只是一项投资策略选择与执行的挑战。散户能否获胜，取决于能否选择并执行适合于自身特点的投资策略。

比较个人投资者与机构投资者的优劣势，个人投资者要战胜机构投资者起码需遵守下列原则。

（1）遵循投资策略简单就好的规则。要尽可能采取简单易行的投资策略，采取资源低消耗策略，对持续性资源投入要求少的策略。牢记，与机构相比，个人投资者只有很少的资源。个人投资者要尽可能选择简单易行的投资策略，回避过于复杂的投资策略。一家企业的业务越是复杂，你对它预期的盲注成分也就越大，你对它的买卖就越归属于赌博而非严谨的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资都有盲注成分，不过程度不同。尽管我们可以区分聪明注、盲注，那只是相对的。盲注在于依据错误信息，或不充分信息决策。信息失真有多种原因。一种是事物处于不确定状态，被投资者误读；另一种是当事人诚信缺失与利益冲突所制造的虚假信息。后者属上市公司，或分析师受某些利益驱使，或受能力限制，只了解片面信息，或只提供片面信息等。

机构有时也会犯这类错误。价值投资明星级基金经理米勒在一次接受采访时谈到了 2001 年曾投资安然公司的惨痛教训。安然公司历史悠久，历来被视为蓝筹股。安然公司是世界上最大的电力、天然气及电信公司之一，拥有 21000 名员工，拥有上千亿美元资产。公司曾连续 6 年被《财富》杂志评为“美国最具创新精神公司”。当安然公司股价从 2000 年的历史高位 90 美元，大幅回落之际，米勒的团队开始跟踪。米勒的团队详细分析其财务原因，并多次与管理层沟通，最后将安然公司的交易价值评估为 20～30 美元之间，纳入买入评级。在 2001 年 9 月下旬，安然公司股价处于 10 美元以下时开始买入，短期内越跌越买，跌倒 3 美元之际已买入 3 亿美元。平均买入成本是 7 美元左右。在 2001 年 11 月 28 日，安然公司被公告存在财务造假之后，其股价跌破 1 美元，米勒的基金最后以 80 美分清仓。前后 60 天，损失 3 亿美元。安然的股票最后跌到 30 美分，安然于 2002 年年初宣告破产清算。米勒坦承，这是其投资经历中的一次灾难，也是在短期内经历的一次最大投资损失。安然公司的主要罪名是财务造假、证券欺诈。公司持续多年系统性、制度化财务造假。通过与有特定目的的公司做关联交易虚增公司营业额和利润，这个有特定目的的公司由安然公司实际操控。

不确定性就意味着投资者面对着一定的决策盲区。对于投资者而言，存在“盲注意识”不是坏事，它让投资者牢记在复杂问题面前存认知局限，不存在确定性结果，这样才能更合理地决策。要靠投资组合、多样化组合来降低盲注可能造成的不良后果。

在投资竞技场上，许多复杂策略使投资者远离真正重要的东西，大师们只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将精力集中在重要原则上，运用简易的方法获得巨大的成功。例如，把注意力集中于寻找购买“一次性决策”股票的机会。20 世纪 60 年代到 70 年代初，美国市场曾出现为期数年的“漂亮 50”的蓝筹行情。这类股票被公众视为可以“买入并长期持有”的优质成长股。不少基金经理称之为“一次性决策”的股票。只需在好的时机、好的价位一次买入，便可长期持有，甚至成功穿越周期。中国市场目前只有品牌白酒类公司具有这类气质。但好股票在价位上出现好机会的时间窗非常短暂，往往稍纵即逝。当然，“漂亮 50”在 20 世纪 70 年代初也遭重创。

（2）避开机构相互竞争的主战场，择其短处开战。机构的短处，在于机构金融产品高度同质化，投资策略也大同小异，所以，机构面对的挑战难度甚高——机构与机构在为谋求月度、季度的投资先机、风格转换之类的“超额收益”而战。这注定是一场输家的游戏。散户再掺和进去，更成为垫底的输家。看看这台赌桌上游戏对手的级别，明智的选择是换一种游戏。据美国多年的统计数据，至少 70%的机构不能战胜市场。也难怪，市场的主体就是机构自身。不仅如此，聪明注也常存在“聪明误”。机构也经常出错。如果能在确认机构出错之际下注，个人投资者必胜。何为机构出错之际？如何判别机构出错？这类机会有无可识别的行为准则？可参考后文的农夫投资策略。它只需要足够的耐心与严格执行简要的守则。

策略重于技巧，选择适合你的游戏比选择如何游戏更重要。复杂市场有多种形态。要充分利用选择权，以我为主，主叫主打。纵有弱水三千，我只取一瓢饮。军事专家强调，即便军机叵测，重大战役一定要选择与己有利的时机、地点、条件进行，要天时、地利、人和诸条件都具备。

（3）有所为，有所不为，反复做自己擅长的事。股市存在众多的机会，但并非所有的机会都是你的机会。只有你能识别、你能抓住的机会才是你的机会。你仅能识别的机会也未必是你的机会。风险与收益对等的机会不是机会，而是陷阱。只有收益与损失的大幅错位，收益大幅高于风险才是机会。把握你能把握的机会，而不是所有机会。关注把握重大机会，而不是一般机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市信息庞大，知识承载度高，且信息处于时变过程中，不断更新；变换之中，机会广泛。对个人投资者而言，要缩小股票的跟踪范围，注意力集中，谋求相对优势，避免全能、散打。

只做自己熟悉领域的投资。自己制定规则的游戏最难被别人打败。避免在股市中“把把跟”、“把把玩”。只在自己认定收益，风险的比例至少是 3:1 配比时才逐步出手。《通向财富自由之路》、《交易心理分析》、《专业投机原理》及彼得·林奇等多位专家都在股票买入原则上强调遵循收益风险至少为 3:1 的出手原则。这样，即使你的成功率低于 50%，投资净结果也能获利。这里风险收益比率计算，涉及买入价、目标价、止损价。斯波朗迪在《专业投机原理》中给出了这样的计算公式：风险收益比率=（买入价−止损价）/（目标价−买入价）。这里投资者预备承担的风险=买入价−止损价，投资者主观预期收益=目标价−买入价。

彼得·林奇建议，业余投资、专业投资都应遵守的基本投资原则为只买你所了解的公司的股票，是种十分精明的投资策略，对不懂的，不要做。构造组合，而非过度集中持仓。因为作为一个业余选股者，根本没有必要非得寻找到 50～100 只能赚钱的好股票，只要 10 年里能够找到 2～3 只赚钱的大牛股，所付出的努力就很值的了。资金规模很小的投资人可以利用“5 股原则”，即把自己的投资组合限制在 5 只股票以内。只要你的投资组合中有 1 只股票上涨 10 倍，那么即使其他 4 只没有涨，你的投资组合也能上涨 2 倍。

（4）守拙——规避各种陷阱。个人投资者要明确避免策略陷阱。

其一，不要频繁交易，避免诱惑。在短期投资中，股价的随机运动相对于技巧和策略，是盈亏的更重要的决定因素。“只有在长达三五年的时期中，股价的随机运动会彼此抵消，盈亏才是投资者智力和勤奋的最终结果。”[⊖]

其二，不要采用与机构相同的策略，那样做属以己之短，攻人之长，必败。机构存在专业优势，是一个作战团队，而散户轻微不足道；机构存在信息

⊖ 詹姆斯 H. 吉普森，《赢得投资博弈》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势。机构通过密集跟踪、调研，能更及时、准确地获得目标企业信息。证券市场强调信息公开、公正，实际却不可避免存在信息不对称。

其三，处于初级阶段的投资者，严禁动用金融杠杆投资，包括融资、融券，参与期指、期货投资。

笔者认为，对个人投资者而言，符合上述约束规则的策略之一是股市大波段操作策略。这里转述一个原载于 1978 年美国《福布斯》杂志的农夫按股市气候进行季节性投资的故事。梅尔韦德・霍根先生讲述了个人寻找股市投资方法的心路历程。其个人作为业余投资者做股票，多年年末总是净亏损。他尝试过每一种看到或听到的投资方法，包括技术分析、基本面分析、技术与基本面分析的组合等，但年年仍以亏损告终。其境遇引起一位证券客户主管的关注。客户主管告知他去见一位在股市数十年基本没赔过钱的客户。

这是一位乡下的农场主，数年才到股市的交易场所来做一次交易。他的投资哲理如下：股市操作要像农业种麦一样遵守季节规律，有种植期、等待期、收获期。别指望每日、每周的股票获利都超过每日、每周的小麦生长的收益。要做长期投资。不要刻意追求单只股票如何在最低价买入，如何最高价卖出。股市有独立且鲜明的气候周期。当从报纸得知市场市场处于熊市，不断创新低，且专家讲还将有数百点指数下跌时，入场；数年后，当专家预言股市将创新高时，卖出，离场。要点在于：股市处于低迷期买入有稳定收益的低价股票是制胜之道，它可以帮你减少许多股市中的误判。

梅尔韦德・霍根与这位农场主交往、沟通，获得了新的投资理念、方法。有时乡下打猎，有时入市炒股，从此扭亏为盈。

笔者 2002 年前后，就曾总结过这种大波段操作策略，也曾与机构及个人投资者共同探讨过股市大波段操作策略。从机构到个人，大家均认同这是个好策略。第一，简洁、明了，易于操作，尤其是对非职业性证券投资者；第二，已一再被证明获胜率极高，一旦执行就能赢多输少。但十多年的实际观察，几乎无人切实执行了这项策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坊间传说中唯一的成功人士，是某位被判刑入狱者。他持有上万股深发展银行股票，出狱之后，造化弄人，被随机性创造成千万元级富人。

笔者当时总结的股市大波段操作策略，基于两项认知。第一，确认中国股指现阶段运行的一大特征是系统性风险突出。系统性风险、市场整体性风险是最大的风险。股市波动幅度大。大波动之际，股市齐涨齐跌。第二，基于对自身优劣势的把握，基于"守拙"战略。认定与其他投资者相比，自身技能、经验、信息的获取、处置处于劣势。大波段操作思路可使我们排除对日常波动的关注，排除大量的次要信息的扰动，把有限智能、资金集中运用于更有胜算把握的大趋势研究、捕捉与操作。

大波段操作策略的基本内容如下。第一，减少日常操作与持仓，日常股市操作资金限于可用资金总量的40%或30%以内。其他60%以上用于固定收益投资。通过减少高风险资产的投资规模控制系统性风险。对中国市场而言，系统性风险是市场最大的风险。第二，以2～3年为周期进行大波段操作，只捕捉趋势性大波段的行情，不关注小趋势的变化。当市场偏离中长期均值15%～20%之后，尤其是得知价值投资者也被套10%以上时，这时属明确的入场信号，可把60%以上用于固定收益的资金转入股票市场，获得预期收益后坚决退出。

这种大波段操作策略，也可以把投资标的转换为指数基金产品的投资策略，省去选股的烦恼。买股票型基金属于投资者把投资操作权授予基金公司或基金经理，选时、选股均由基金经理承担。投资指数基金，何时投，择时权在投资者。指数基金属被动投资，永远满仓操作。在牛市，通常有比一般基金更好的表现。

大波段操作也可参考下列入场信号。依据托宾Q法则操作。当股价，尤其是周期股的股价普遍低于净资产且低于净资产20%以上之际，可视为大波段的入场信号之一。

大波段策略的执行，必须远离市场，不关注股市的日常波动。关于股市大波段操作策略，股市曾流传过多种民间版本，有很多这样的故事：每天忙于股市进出，每天忙于研讨、实施各种高超投资的策略者最终多数亏损，而每日只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市卖报纸、看自行车的人反而炒股获利。其获利并非卖报收入，而是说卖报者只按照一个简单的方法炒股：当证券报纸卖得最多、证券营业部门口自行车最多时，就卖出股票；在报纸卖得最少、自行车最少时，就买入股票。

大波段策略或依据股市气候周期而非日历周期做投资。实施该投资策略，投资者必须远离股市，远离每日的股评与众多的噪声。不要高估我们的自控能力，不要高估你能鹤立鸡群，不受特定环境的左右。我们不能控制环境及其影响，但能够选择环境。要通过远离股市，实现环境控制与注意力转换。

要相信那些钟情于追逐日常短期的机会博弈者，获胜仅属于一时的运气。即使出现个别具有高超智能的随机优势驾驭者，也难免遭遇股市周期性归零、清盘、数年一个轮回的“异常值”打击。这种数年一个轮回的“异常值”打击具有黑天鹅特征：事先不可预测；事后总有理由解释；对投资者造成的后果严重。异常值属系统发生相变、崩塌，不能用系统原轨迹的运行逻辑解读，由此也就不可依据既定信息集作出预期。做股票，一定要理解非因果关系的存在和作用。要理解没有道理也是一种道理。讲道理的人，总难免遭遇随机性不讲道理的沉重打击。

盲注要战胜聪明注，第一步如上所述，要选择适合于自己的策略。第二步，要保证这种投资策略的落实与执行。“投资中最困难的部分不是确定最优的投资策略，而是对合理投资策略的坚持，对目标的坚定不移。”㊀

要完成这种匹配，要训练自己对选定策略的执行力，投资者有必要建立个人投资日志。日志的作用在于：第一，不断修订、检验所认定的投资策略、方法及决策规则。第二，在操作守则层面监督、检验投资策略的执行情况。

这里简要介绍理查德·彼得森的《投资者大脑使用手册》所提供的投资日志三项基本内容。

（1）决策前

1）该股票买入理由，对候选者排序比较。

㊀ 查尔斯·艾里斯，《赢得输家的游戏》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2）个人身份认证。判断我的优势是什么，不足是什么，常犯错误是什么；对此次决策的自信度进行比较。

3）其他人为何没发现此次机会。

4）环境出现何种客观变化会改变决策。

5）卖出标准。

（2）决策后，结果出来前。

1）对关键理由进行动态评估，对关键理由变动要有足够的敏感性。

2）评估风险动态。

（3）结果出来后，决策评估。

1）对错、成败评价。

2）有何不足或经验、教训。

3）是否符合自己投资理念，是否属过去同质化的决策模式。

4）情绪、认知偏差是否对决策有不当影响。

笔者建议，处于入市初期的投资者可考虑建两个小额股东账户，试行、比较不同的投资规则，评估其中长期结果。你可以用一小部分资金，做凭感觉、直觉的投资，或随机性、娱乐性投资。但要严格限制资产中的小额比例。另一个账户奉行自己认可的投资策略。通过比较，或许能更快找到适用的投资规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章

选择赢家游戏，回避输家游戏

语录：

“要赢得击败市场这一输家的游戏很容易，就是不参与这种游戏。把精力集中在赢家的游戏上，制定出符合市场现实和个人长期目标的健全的投资策略，然后谨守不渝。”

查尔斯·艾里斯，《赢得输家的游戏》

经验之谈：

选择参与何种游戏重于选择如何游戏。

1975 年，美国查尔斯·艾里斯在《金融分析家月刊》中初次发表了《输家的游戏》一文，引起业内极大的震动与争议。其后该文作为经典文献已被列入投资管理学必读文章。1985 年扩展成书，书名修订为《赢得输家的游戏》。

查尔斯·艾里斯认为，当证券市场由散户为主体的市场转变为以机构为主体的市场，把投资目标确立为战胜市场、超越指数时，这对大多数机构而言，是一场输家的游戏，是不可能实现的目标。因为机构就是市场，多数机构不可能自己战胜自己，超越自身的平均水平。依据统计数据，75%的共同基金不能战胜市场。

查尔斯·艾里斯依据主动得分与被动得分，依据靠进攻取胜与靠防守取胜划分输家游戏与赢家游戏。“在赢家游戏中，结果由赢家的正确行动决定；在输

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家游戏中，结果由输家所犯的错误决定。”其划分依据受到网球手输赢统计分析的启发。一位博士依据统计分析得出结论：职业网球选手赢得比赛，其80%的得分靠主动进攻；而业余网球选手之间的比赛，赢家的得分80%靠对方的失误。输家的游戏，输家是自己打败自己。输赢游戏在投资策略上转化为进攻与防御策略的取舍问题。

我们这里将定义与区分另一种意义上的输家游戏与赢家游戏，即依据事件的自身的基本的比率确定输赢概率大小的游戏。如果一种游戏参与者获胜的基本概率大于 60%，我们定义其为赢家游戏；如果参与者获胜的基本概率低于40%，我们则定义其为输家游戏。如果参与者获胜的基本概率在 50%左右，我们定义其为随机游戏。

传统、主流理论认为，股市风险与收益的关系始终处于均等、按固有比例变化状态。证券市场存在不确定性、随机性是无争议的事实，但依据投资经验，我们认为，证券市场这种不确定性、随机性在时间序列中并非均匀分布，亦非正态分布。

股市风险收益匹配状态存在三种基本格局：收益大于风险；收益等于风险；收益小于风险。对应于股市状态，可分别体现为牛市、均衡市、熊市。统计数据揭示在时间序列中，股价波动存在下列基本特征：均值回复；波动聚集；趋势运动；异常值。如果依据本书所定义的赢家与输家游戏划分标准，不同的投资时段、不同的投资情境类别，对投资者而言，存在不同的获胜概率，属不同性质的游戏。

何为输家游戏？输家游戏是指某一类型的投资或投机，其输赢基本比率事先已有偏斜、定论。彩票是输家游戏。在美国，彩票平均的回报率为投入 1 美元，返回 0.4 美元。赌场的各类游戏对庄家来讲是赢家游戏，对赌场客户、贵宾来讲是输家游戏。彩票及赌场的各种游戏，其规则有利于庄家，输赢的基本比率有利于庄家。对庄家而言，是赢家游戏，对赌博游戏者整体而言，是输家游戏。这已不是什么大概率事件，而是确定性事件。只不过对单个赌博者而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输赢还是个不确定事件。

股市存在周期性，存在牛市、平衡市、熊市的循环。如果从概率角度观察，股市周期不同的阶段，属于不同的概率环境。它包括股价随机游走环境，股价处于有偏布朗运动环境，即存在概率偏斜的股市环境。

股市周期中的平衡市属于随机游走的概率环境，属于理想的布朗运动。我们可以视之为股市基准的概率环境。基准的概率环境属于由概率 50%对 50%主宰的环境。在这样的环境中，也可以说一切由运气主导，由不可预测的随机性主导，投资者运用能力获取超额收益的空间趋近于零。当然，这并不准确、绝对。市场会存在结构性或个股事件驱动等其他类机会。这种状态与传统理论中的有效市场理论相一致。市场有效，意味着股市定价合理，股价已正确反映历史信息、及最新信息。股价的波动将是对下阶段新信息的反应。这种信息具有随机性，无法预期。这时股市中的“积极管理”，谋求超额收益的主动管理属徒劳之举。

当股市处于牛市或熊市之际，则属于概率偏斜的股市环境。当赫斯特指数稳定度高于 0.5 低于 1 的数值的期间，市场属于存在趋势性的有偏的布朗运动环境。在牛市，投资者赢的概率大于输的概率；在熊市，投资者输的概率大于赢的概率。撒普在《通向财富自由之路》中对市场状态作了下列划分：第一，趋势阶段，市场只有大约 15%的时间里是有涨落趋势的；第二，大约 85%的周期时段处于均衡阶段。小詹姆斯 L. 法雷尔、沃尔特 J. 雷哈特所著的《投资组合管理——理论与应用》则依据历史统计数据对市场作出如下划分：高度低估，占周期时段的 10%；轻度低估，占周期时段的 20%；中性占周期时段的 40%；轻度高估，占周期阶段的 20%；高度高估，占周期阶段的 10%。

股市投资，要有大周期视野，要区分赢家游戏、输家游戏。股市特征，如詹姆斯·格兰特在 1996 年所述：“股市并不是一种一方输另一方赢的游戏。它是这样一种游戏，在某个时期，要么几乎人人都赢，要么几乎人人都输。”

熊市属输家游戏。有时，高价就是唯一的下跌理由。市场需要数年消化高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值，为新一轮周期创造条件。1929 年—1932 年美国的熊市下跌 89%，最终证券价格仅等于重置成本的 30%！1968 年 12 月—1974 年 10 月之间的熊市，美国股票平均损失了 70%的市值。

熊市，不能看报表，不能再相信依据过去数据的预测，不在于谁故意欺骗你，而在于无法预测。波士顿基金公司总裁塞思·卡拉曼强调，股市的“进入点”是相当重要的，这也就解释了为什么人们会有 10 年的零收益，就是因为他们在 10 年前 2000 年年初美国股市的高估值时期买入了股票。

熊市具有巨大的杀伤力。中国的私募基金聚集了一批沉浸股市多年的各类高手、精英。2011 年，沪指全年下跌 21.68%，私募照样大规模亏损。据私募排排网统计，到 2011 年 12 月 31 日为止，存续期满一年的非结构化信托产品数量为 702 只，其中 670 只出现不同程度的亏损，亏损产品比例高达 95.44%。亏 20%以上的占 40.4%，亏 10%～20%的占 38.4%，亏 10%以下的占 16.6%。2011 年清盘产品创历史新高，达 187 只。提前清盘的有 76 只。清盘条件为达到合同规定的止损线，一般为初始值的 30%；或整体规模低于最低限制。

牛市，属赢家游戏。投资获胜的要件之一是寻求决策情境中的概率优势。寻求概率优势并不能确保每局都赢，而在于长期与重复，即可胜利。

中国 2006 年的牛市，上证升 128.7%，70%投资者赚到 10%以上。其中：赚 10%左右的为 21%；赚 20%～50%的为 30%；赚 50%～100%的为 14%；赚 100%以上的为 5%。

区分这种概率环境的意义，有助于投资者重视和区分赢家游戏与输家游戏。选择赢家游戏，回避输家游戏。在或然率主宰的世界，投资者投资成败或归运气或归能力。在不同的概率环境中，运气与能力发挥作用的空间大小不同，且彼此消长。熊市属输家游戏，这种有偏随机主宰市场，能力空间作用狭小，低仓位或空仓位为好。美国业内对熊市的定义为股价与股市最近的前期高点相比，下降幅度超过 20%。参照我国的历史统计数据，在熊市当中，股市中 90%～95%的股票均处于下跌过程。我们讲能力空间狭小，也是在说明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种负面偏斜的概率环境中，去挑战概率偏斜度达到 95%的失败空间、仅寻找 5%左右的获利机会，属输家游戏。2005 年中国股市处于熊市。据深圳华鼎市场调查公司 2005 年年末对中小投资者盈亏状况的调查：2005 年的股市行情走出了一个前高后低的“M”型，从期初的 1260 点，跌至期末的 1100 点上下，全年跌幅在 10%～15%。有 77%的投资者亏损，12%的投资者表示盈利，11%的投资者表示持平。“自从您投资股市以来，总的盈亏状况如何？”答案是这样的：有 84%的被访者表示亏损；11%的被访者表示持平，5%的被访者表示盈利。

反之，牛市属赢家游戏。2007 年股市处于牛市。据中国证券业协会与中国证券投资者保护基金有限责任公司 2008 年年初的第二期投资者状态调查，2007 年年末，81.81%股民盈利，32.96%盈利超过 50%。被调查者出现亏损的占 17.08%，亏损者中，新股民占 2/3，老股民占 1/3；盈利超过 50%者中，老股民是新股民的 3 倍。在牛市，不仅能力助你成功，且有偏的正向的概率环境，即运气也在助你成功。

理想的布朗运动的概率环境，有下列特征：第一，操作以运气为主，技能基本不起作用；第二，技能的作用，在于个股与结构性机会的把握，依靠投资者具备高超投资技巧，包括对动态优势概率的识别、对股价错配机会的把握。

参照证券市场价格波动的特征，及决策情境特征的划分，投资者可把证券市场不同的投资时段、进一步作出赢家游戏与输家游戏的划分。熊市属输家游戏，当你认定市场属于熊市时，空仓是正确选择，任何时点的卖出都是正确选择。一般来说，股价由高点下跌超过 20%，即可定义为熊市。另外可按股市市盈率历史均值判断是熊市或牛市。持续低于历史均值，定义为熊市；持续高于历史均值，定义为牛市；在均值附近正负 10%，定义为平衡市。

投资者投资成败的关键并不仅仅在于知道上述基本决策规则，而且在于对市场状态的识别与确认，尤其是市场状态转变阶段，如牛市向熊市转变阶段，或熊市向牛市转变阶段。该阶段的特征是市场处于信号冲突、模糊、转变过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之中。这种转变阶段经常伴随着尖锐的多空对立，双方都有资深专家和明星级基金经理加盟，各有各的理由，但都没有足够证据证明或牛市或熊市的成立。该阶段属市场状态转换的警示区。

具体操作守则可参见以下三点。

第一，市场状态转换的警示区。要观察指标。其一，投资者情绪指标观察，包括市场投资者时段收益实际状态是否出现方向性、趋势性变化。例如月度、季度、半年、一年，累积状态持续为负或者为正；市场投资者的收益预期状态有无重大变化，如过度悲观或乐观；投资者对利空利多信息的反应幅度、敏感性有无重大变化。其二，宏观先行指标有无重大变化，包括：宏观经济拐点出现；GDP、生产潜能撞上限，资源品价格高企；CPI、PPI㊀达到警戒线；货币政策出现拐点，从松转紧；重大突发事件导致宏观未来不确定性加大，重挫投资者信心。

第二，市场状态的确认信号。例如牛市转为熊市的信号如下。其一，观察投资者盈亏幅度变化。如果个股普跌，且达 15%～25%的幅度，投资者普遍亏损，占投资者比例 50%以上，且亏损幅度达 10%～15%，则此时为明确的熊市确认指标。此时，要对股市周期性质从各个角度重新检验、判定。其二，观察不同类型的投资者行为，长、短线投资者状态变化。价值型投资者退场，是警示信号；如果各类长线投资者（如保险、养老金等机构）都转向短线投资，则这是熊市确认信号之一。

第三，市场阶段性质变化的重大判断，要采用多元指标交叉验证，包括基本面分析指标和适用于中长期分析的技术指标。要遵循可操作、可检验原则。没有明确指标，判断会有很大的主观性、任意性。

据中国证券业协会与中国证券投资者保护基金有限责任公司 2008 年年初的第二期投资者状态调查，中国投资者的一大特征是高度短线操作。85.59%的投资者其持股期在6个月以下，持股期在3个月以下的占比例近7成，只有4.54%的投资者持股期超过一年。

㊀ 生产者物价指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频繁短线交易是输家的游戏。频繁短线是证明投资者心理定式存在过度自信这一问题的指标之一。短线交易能成功所包含的前提条件是：其一，股价短期波动是线性因果推动；其二，你总比别人聪明，总能看到别人看不到的因果关联。事实上决定股价短期波动的因素更多是无法计量的心理因素、不可预期事件，甚至属“无厘头”的随机因素。投资大师一致认定，这种短线波动貌似容易推断，实际无法把握。频繁短线交易是搏杀游戏、输家游戏。如果投资者把大量时间、精力投放在如何在短线交易中持续制胜游戏之中，则古语“聪明反被聪明误”恰是正解。

依据均值回归原理，当股价均值处于历史底部，股市临界进入赢家游戏时段；当股市处于趋势运动状态中的持续上升状态，即牛市状态，属赢家游戏时段。依据波动聚集特征，剧烈下跌之后，股市将报复性回升，也属临界进入赢家游戏时段。

下面介绍择时投资策略与游戏类型选择。择时策略存在争议。否定择时策略的观点很简单：择时需要预测能力。股市不能预测，所以无法择时，主要依据是太难，无法预测。赞成择时策略的依据如下：

第一，是否择时，并不取决于择时难度，而是取决于择时的重要性。前面已强调，股市进入点的选择十分重要。有的人在高泡沫期入市，则可能会面临10年持股零收益。如果在美国1929年股市顶点买入股票，要长达19年才能回本、解套。这属极值打击，属不可承受之重。

择时策略的有效程度也取决于特定市场特征。中国股市与美国股市的一大区别是，美国属服务性经济、后工业化社会，服务业产值占GDP的70%以上。中国尚处于工业化、城市化后期，周期股占股市市值的比例远大于美国。中国处于工业化后期阶段，周期行业为主，为利润主体，整体利润波动大。中国市场另一特征是投资者同质性高，多样性不足。这意味着中国股市系统性风险也远大于美国。因为周期股会随经济周期、股市周期大幅波动。系统性风险越大，择时的必要性越大；反之，则小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，择时，本质上也是游戏类型选择。股市投资机会有大小之分，重大的投资机会通常会数年一个轮回，每个人都能有数次遭遇。它值得你倾力关注与把握。如赛斯·卡拉曼在致股东的信中所言，“要求在所有的时间都全额投资，是在将一个重要的工具从自己的手中舍弃：这就是耐心等待未来出现灿烂机会的能力。”[⊖]

中国股市 2012 年 9 月，在 2000 点附近，无论从估值和点位而言，明确处于历史的最低位。多数投资者还在诚惶诚恐，不知底部、最低点何在。李大霄先生讲“钻石底”、但斌讲“玫瑰地”均不断遭人嘲讽。底部的具体点位无法预测，底部是个区域。但笔者赞成他们的观点，这一区域将是中国股市罕见投资时机。除非有小概率的不可抗力事件，如突发战争。投资从来不是没有风险之事。投资与否的依据是现价与未来数年期望值之比，是预期收益与可预期风险之比是否越过阈值。笔者认为这个信号已十分鲜明。

拜伦认为：“让你真正赚钱的唯一方式，我认为，是思考东西会变成什么样，而不是它现在是什么。”[⊖]美国曾出现这样的历史性机遇：铁路建设；钢铁大王；石油大亨；汽车帝国；微软神话；苹果传奇。中国前一时期奇迹出于地产，下一时期为何？股市应是一个选项。

第三，周期股投资与择时。对于周期股而言，择时重于选股。笔者清晰地记得扬子石化、齐鲁石化、山东铝业曾创造的业绩暴涨暴跌导致股价暴涨暴跌的奇迹。这一切不在企业管理，而在周期。

那如何操作周期股呢？其一，主要是产品的价格周期。周期的力量大于企业管理的力量。例如某钢铁企业，即使管理再好，因为是周期低点，行业性亏损，股价也不能覆盖成本。其二，预测周期类企业收益变化很难，变量众多，无法预先准确。重要的是识别价格的周期性底部，未必需要精确，只要获得相对先机就好。其三，原则上是高 PE 低 PB 进入，低 PE 高 P B 退出。中国远洋

⊖⊖《鹏华杰出投资者文摘》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（601919），2006 年 6 月 26 日上市，首日收盘价为 18.02 元，发行价为 8.48 元。发行后摊薄每股净资产 3.56 元。2007 年 10 月 25 日，最高价为 68.4 元。2007 年每股收益高达 2.05 元。2012 年 9 月 14 日收盘价为 4.13 元，2012 年中报显示亏 0.48 元。原因是行业低迷，供求失衡，运价暴跌，最差时分批介入。因此要关注价格拐点、毛利率拐点是否出现，能否确认。前期小批介入为保持关注，一旦确认周期最差时已过，可考虑大笔介入行业龙头股。

区分赢家游戏与输家游戏的意义如下。第一，投资者要选择参加赢家游戏，回避输家游戏。第二，投资者要把时间、精力重点投入赢家游戏临界条件的求索与验证。该条件应当用基本面分析、技术分析、量化分析等多种方法综合求证。单靠基本面分析不能解决临界判断这一焦点问题。第三，赢家游戏能宽容投资者在单个企业估值上的误算，比依据单一估值标准投资多一层系统性波动的保险。第四，输家游戏对投资者充满诱惑。赢家游戏对投资者个性品质要求甚高。赢家游戏乏娱乐性，属孤单、理性、冰冷的游戏，需独立思考，拒不从众。第五，股市不同时段存在不同类型的游戏。游戏规则客观，不可更改，但参加何种游戏，在于你的认可、接受、决策。决策即是选择，而这是选择的价值。

选股就好像选“三好学生”。2012 年 10 月，一位入市多年、一直热衷尝试进行价值投资的业余投资者与笔者沟通投资方法问题。这几日他依据价值投资选股原则，利用手头的全部资金，在 33 元附近购入 1 万股五粮液股票，感觉良好，自信毫无问题，询问笔者如何评价。笔者观点如下。按价值投资选股可通俗地简化为选“三好学生”。这“三好”是：好企业；好价格；好时机。五粮液的现价符合前两条，不符合第三条，尽管它刚刚从 39 元回调到 33 元。对价值投资而言，“好时机”的选择最难，且屡屡出错。因为价值投资强调不择时，忽略这维变量，缺乏此项操作清单。如果你现在判断股市已处熊市末期，则要相信周期的力量，投资视角要指向成长股或周期股。这时介入要回避防御类股票，回避“喝酒吃药”。瞎猫碰上死耗子，数日后酒、药行业俱跌，五粮液一度跌到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

23 元附近。

熊市末期，如果两个基本前提成立，第一，市场格局已是股价大幅背离基本面，第二，宏观基本面最差时期已过，此际，股市价格下阶段（3～6 个月）变化的焦点变量，已非作为慢变量的基本面指标，而是几项核心技术指标：市场成交量大小，指数与中长期均线交叉状态，领涨领跌板块的变化，权重股是否完成筑底等。每月宏观基本面指标——CPI、PMI（中国制造业采购经理指数）等，反而起着催化剂的作用。此际，这些数据自身短期的变化，并不如人们如何解读这种变化重要！一旦市场出现单日 2%～3%以上的股价异动，要格外警惕。要解读、持续观察这些市场异动是否为市场处于临界转变的先导信号。在宏观基本面最差时期已过的条件下，或许市场集体情绪正在发生变化——已从信息解读中不断放大利空，到逐步放大利多转变。即使没有重大利多信息，市场集市已开始做利多性解读，这只是说明均值或价值回归过程的启动。市场集体开始没有理由也要“创造理由”地转向价值回归。这是理性的力量。笔者牢记拉斯·特维德《逃不开的经济周期》的一个核心结论：有繁荣必有萧条。反之，在熊市末端，投资者要牢记：有萧条必有繁荣。当股价背离基本面、被过度低估时，低价就是市场做多的最大理由，其他都是“扯呼”——短期基本面变量仅属催化剂。诗人雪莱云：“如果冬天来了，春天还会远吗？”投资者要有信心，到达极寒之后，要相信周期的力量，不必为春天能否来临心焦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十三章

价值投资解读

语录：

“价值投资是唯一把风险管理作为投资过程核心的投资方法。”

詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性之路》

经验之谈：

价值是个时期指标，而不是一个时点指标。企业价值是个值域，是条趋势线，而不是一个点。每个企业都有自己一条稳定的价值趋势线。

当下，价值投资不仅仅是一种投资策略，在很大程度上已成为人人都在追寻的时尚品牌。国内投资界，尤其是基金界，年年高举着价值投资的旗帜，日日进行着趋势投资、相对价值投资的行为。

笔者个人认为，目前的公募基金体制，基本不存在价值投资理念的生存空间。这不存在对与错的问题，而是机制错配使然。公募基金从产品设计、投研流程设置到绩效考核体系，均沿袭投资组合理论。实际上投资组合理论与价值投资是两种完全不同的投资理念与投资方法。二者对股市风险、机会、投资结果评价有完全不同的解读与应对。基金的业绩比较基准属相对收益，且存在短期化倾向。业绩比较基准具有导向作用，迫使基金经理把更多精力放在短期有效竞争方式的研究上。价值投资的一项基本标志是平均持仓周期在5～7年，年换手率低于20%。据基金年报统计，我国公募基金平均换手率2009年为295.34%，2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年为249.96%，2011年为214.04%。公募基金年均换手率在200%~300%。“持有股票几个月或者几天的投资者，怎么可能关注公司的长期前景呢？”㊀

过于时尚的东西，即使有众多的追随者，但多数人已不解初衷。本章仅试图厘清部分要义。

价值投资解读之一，价值投资关注的焦点，始终是对企业价值创造长效基因的定价。

价值是个时期指标，而不是一个时点指标。企业价值是个值域，是条趋势线，而不是一个点。每个企业都有自己一条稳定的价值趋势线。“对投资者而言，最大的挑战，即评估盈利能力的变化，到底是暂时性的，还是永久性的。当然，前者是机会，后者则是价值陷阱。”㊁

公司的基本面对股价有决定性影响。这个原理只适用于长期的投资。

价值投资聚焦评估企业中长期价值创造能力与动力，聚焦单个企业价值趋势线的中长期走势。从这个意义上讲，价值不是一个时点指标，也不是一个固定的量化指标，而是一个值域，一条价值趋势线。价值估值不是短期有意义的指标，基因因素在短期不起作用，在中长期才有作用。

对价值投资者而言，厘清股票价格与价值的差别至关重要。价值投资者强调，他买入的是价值，卖出的是价格。股票的价值判断，是价值投资者买卖的基准。股价通常相当充分地反映了公司的基本面，但并非基本面分析就等同于价值分析。价值投资要义之一就是区分基本面中的短期因素与长期因素。价值投资关注影响基本面的长期因素，但企业的现价是短期因素与长期因素共同作用的结果。股市处于均衡期，股价的60%~70%的变动可用价值因素、长期基本面因素解释；30%~40%的变动用短期或非基本面因素解释。牛市阶段、熊市阶段，或许只有30%~40%用价值因素解释，60%~70%用市场面——供求、投资者情绪或短期基本面因素解释。

短期因素在市场不同阶段的作用，给价值投资者造成了困难，也造成了机

㊀㊁ 詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性之路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会。正是多数投资者在投入短期博弈的勇敢者游戏，才会造成股价相对于基本面的过度波动或反应不足，造成企业长期价值在短期的低估或高估。

鉴于企业盈利环境充斥不确定性，变化莫测，优秀企业的长期价值会随时间体现。优秀企业与价值毁灭者、平庸者，会随时间拉开差距。对于一只特定股票而言，要让市场认知和确认该股票背后积累的价值可能需要很多年。短线投资者并不关心这种价值，只能靠市场周期性崩塌来强制矫正群体的认知。短期市场通常不会正确反映企业这些长效基因。在短期内，股票价格受大量与公司潜在价值毫无关系的因素影响。

对价值投资者而言，买的是公司价值，而不是上下波动的股价。一旦认定，买入，就耐心等待时间的证明与他人随时间的认同。价值投资需要耐心与时间。好酒要有足够的时间储存、发酵，好木材也需要漫长的生长期。

优秀企业的长效基因、企业价值在中长时间周期中实现。价值投资的基本期限至少为 3～5 年，常态为 5～7 年。例如，GMO 公司主席格兰桑奉行价格对价值 7 年周期回归的投资模式。关注微观企业至少 3～5 年的价值趋势线，盯住中长期价值变动趋势，漠视短期价格波动，包括漠视基本面短期作用因素。目前常见的误区之一是把价值投资等同于依据基本面分析、等同于基本面波动的投资。结果把价值分析演变为基本面短期动态分析，演变成月度、季度的“最佳价值投资”。

价值投资分析焦点是公司创造价值的能力，这些价值创造的能力、基因因素，从短期观察属静态因素，不起作用。其前期发挥的作用已作为结果表现为公司业绩。例如，公司治理、管理层的能力，企业竞争优势，长期才有作用。价值投资者认为，好公司价格、价值将趋于一致，但具体时间并不确定。尽管价格对价值的上下波动幅度很大，但其基本价值仍然相当稳定，如果正确地选择某项业务并持有时间足够长，价值、价格匹配终将实现。

价值投资解读之二，风险收益对等不是机会，风险收益错位才是机会，收益大于风险才是机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资的回报率不仅取决于企业质量，也取决于买入时的价格。对价值投资者而言，风险与收益对等不是机会，风险收益错位、收益大于风险，且到达一定的量级才是机会。如果市场处于随机游走状态，处于 0.5 对 0.5 的随机概率状态，投资只是搏杀、赌运气的游戏。

依据市场有效理论，在投资者理性预期的假设下，风险收益对等，金融产品高风险高收益，低风险低收益，股票价格价值一致。价值投资者不承认市场有效，市场经常存在风险大于收益或收益大于风险的错误定价。

价值投资关注企业当前市场定价与长期——3 年以上市场稳定定价之间的区别，从中发现机会。“如果每个人都按未来 3 个月的预期去考量资产价格，那么，他们就有可能对资产作出错误的长期定价。”

那如何认定机会呢？

风险与收益错位的程度，可用投资者个人判断的期望值与社会一致预期（现价）之差来度量。股市现价的含义为：第一，代表一致预期，代表社会期望值；第二，提供计量赔率的基准，赔率=（个性期望值-社会期望值）/社会期望值，或赔率=（预期目标价-现价）/现价，收益错位大小=赔率大小。股票现价可视为社会一致预期或市场期望值。拉帕波特与莫布森所著的《预期投资》开发了一种独特的投资决策分析结构，利用期望值与市场一致预期（现价）的差额程度作买卖决策。“简单地说，如果你估计的期望价值大于股票价格，你就有一个获得超额收益的潜在机会。然而，有一个超额收益的机会本身并不足以成为一个真正的买入机会的信号。你仍然需要确定这个超额收益是否足够大而值得购买。”股价低于期望值越大，买入引力越大；股价高于期望值越大，卖出引力越大。还要考虑市场会花费多长时间修正原有预期。作者强调：“记住，买入机会并不取决于公司业绩的绝对水平或投资者预期，而是取决于你的预期（期望值）相对于 PIE（社会一致预期）的大小。”㊀

在《价值》杂志彼得·林奇的专栏中，林奇向个人投资者提出了以下建议：

㊀ 拉帕波特、莫布森，《预期投资》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先找出自己的优势，结合下面的原则把自己的优势应用到投资实践中去。林奇列示了13条规则，其中1条是作买入决策之际，收益风险之比至少是3:1。“问问自己：如果你作了正确的选择，那么你的盈利是多少；如果你选择错误，你的损失又是多少。你的风险回报率至少应该大于3。”

芒格认为价值投资就是寻找定价大幅错位的股票。“上天并没有赐给人类在所有时刻掌握所有事情的本领。但如果人们努力在世界上寻找定错价格的赌注，上天有时会让他们找得到。”“聪明人在发现这样的机会之后会狠狠地下注。他们碰到好机会就下重注，其他时间按兵不动。就是这么简单。”

对于价值投资者而言，尽管错误定价是常态，但定价错误的程度能符合价值投资标准的公司非常稀缺，一旦发现，便要长期、集中持有其股票。平均持股期一般为5～7年。

那错位原因有哪些呢？

这主要在于市场的复杂性与投资者的非理性行为。一方面市场的不同状态在于市场的不确定程度不同，其中一些价格波动与企业价值变化无关或关系很弱。且这些波动的幅度、持续时间都到达不可忽视的程度。高度不确定性会触发过度恐慌。另一方面是投资者的短期行为导致市场过度波动或反应不足。格雷厄姆在《聪明的投资者》中警告投资者，主导市场更多的是当前收益，而不是长期均值。和丰瘦不均年份之间的收益变化一样，它也是造成股票价格剧烈波动的主要原因之一。这是市场非理性的一个重要体现。

比尔·瑞恩指出，在美国专业管理的资金中，只有约5%是以价值为基础进行投资。唐纳德·亚克曼也说过，“我认为70%的投资者是趋势投资者，他们购买那些看起来很好的股票。”我们姑且推断剩余的25%奉行混合型投资方法。这能提供一个投资者理念、风格的大致结构。市场中多数投资者是趋势投资者或技术面投资者，追求短期最佳，创造历史最高或最低。价值投资者无话语权，尤其是在异常值期。

市场变幻不定，投资者交易的是对未来的判断，而未来充满变数。“这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境为非理性行为提供了极好的场景，不确定性是令人恐慌的。如果在这种场景中，非理性的投资者在数量上和财富上都极大地超过了理性投资者，那么资产价格就会背离均衡水平，并且保持很长一段时间。这段时间的长度足以令大多数理性投资者丧失耐心。”“在多数情况下，市场比所有投资者都遵循的理性模型的市场更为多变。”㊀

价值投资解读之三，股价的波动不是风险，而资本的实际损失才是风险。

价值投资者马丁·惠特曼提出要区别临时性资本损失与永久性资本损失。他认为，股价的波动不是风险，而资本的实际损失才是风险。对价值投资者而言，奉行自下而上策略，奉行逆向投资策略——别人恐惧时买入，其股票持有期可能出现较大价格负向波动，有可能达到 10%～20%的程度，甚至更多。这时你要定期重新评估原来的买入依据和基本面的变化，检查有没有漏算。如果正常，这就是你不得不承受的风险，要坚信自己方法的正确。如果有变化就要止损。某些投资者难以容忍资产价格短期波动的冲击，会感觉价值投资失效。股价一定幅度的波动不是风险，这种波动不可避免。且股价向下的大幅波动对价值投资者而言是机会，而不是风险。任何选择都要付出机会成本。格雷厄姆认为短期波动并不对长期投资者资产造成影响。容忍短期波动是获得长期收益所付出的机会成本。“短期波动算不算风险？不算。只要不卖出，定义风险要看是否造成实际损失，不影响资产价值，就不算风险。”㊁

那么资本的实际损失是什么呢？第一，要看实际损失的幅度；第二，要看浮亏持续的时间。要区分波动与错误，有必要对投资错误作出分类。要区分未实现收益或损失与已实现收益或损失的区别，包括区分暂时性未实现损失与永久性或长期性资本损失的区别。

如何区别？按错误的级别划分，浮亏 8%以内，属常态错误；浮亏 9%～20%属中级错误；浮亏 20%～40%，属严重错误；浮亏 40%以上，属极值错误。实

㊀ 彼得 L. 伯恩斯坦，《与天为敌》。
㊁ 格雷厄姆，《聪明的投资者》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际实现亏损 15%以上，均属严重错误。

按浮亏恢复原值的时间（被套时间）划分，可分为短期错误、月度或季度性错误，它们属常态错误；短周期性错误，即被套 1～3 年；中周期性错误，即被套 3～5 年；长周期性错误即被套 5～10 年；极值错误，即被套 10 年以上。

结合浮亏幅度与时间，可考虑认定实际亏损 15%以上，或浮亏 20%以上，持续被套时间在 5 年以上的金融资产，已构成实际资本损失，属投资过程中必须严格防范的错误。

笔者所见的国际权益类资产减值准备计提标准，大致为涉及资产减值幅度与持续时间的三个定量指标：一是该项资产在资产负债表日的市值低于成本价 50%以上；二是该项资产在资产负债表日的市值低于成本价 20%以上且持续至少六个月；三是该项资产的市值低于成本价超过一年以上。资产减值准备计提直接计入当前损益，以便正确反映会计时点的资产价值。

对于投资实际资本损失，下面来看一下中石油的案例。2012 年 7 月，沪市综指在 2170 点左右，中石油股价为 8.75 元。与 2007 年 11 月 5 日开盘价 48.6 元相比，下跌 82%，且股价已持续下跌接近 5 年。恐怕未来 5～10 年，也很难恢复到 20 元以上。无论就浮亏而言，还是已割肉出局、实现亏损而言，均已构成资本实际损失。

今天，人们很难理解中石油为何发行价为 16.7 元，开盘价会达到 48.6 元。

有一个情节，笔者记忆犹新。在当天收盘之后，笔者多年前的一个客户给笔者打了个电话。客户有些心神不宁，对笔者讲，他参与了中石油的集合竞价，也成交了，现在感觉不对劲，也不知该怎么办，问笔者的意见。

客户是个教师，资金不多，日常投资风格属谨慎型，只买些蓝筹股。对此事笔者烙印深刻在于客户讲述购买的理由。客户讲，他也觉得这个价太高，可集合竞价之际已属于不可自控，就受一种意念、直觉的支配：这是个好股票，这个股一定能高开高走，有如被神鬼推着完成了集合竞价。

笔者作了如下回复："据我所知，多数机构预期、预测的开盘价在 30～36 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右。对于 30 元以上的价格，机构基本不予考虑。”笔者不知客户后来如何抉择。

鉴于中石油属权重股，且发行价为 16.7 元，中签率为 1.94%，机构持有大量网下中签的股份。机构都很重视，做了不少功课。在中石油上市之前，笔者当时还就感受最深的价格问题写了一篇笔记。笔记的核心是如何解读中石油的四种定价模式。发行前的机构询价多在 16～20 元，实际发行价为 16.7 元，当时港股中石油价格为 18 元左右，机构预测的上市开盘价格在 30～36 元之间。笔者当时考虑的是投资者结构与股市定价权、定价依据问题。港股属供参照的国际定价模式；发行价属 IPO㊀，属一级市场发行的定价模式；询价属发行商与二级市场机构之间的定价博弈；开盘价属二级市场定价，在某种意义上是散户定价模式。最终，市场的开盘价还是超出预期。或许这就是程序理性定价与情绪、知觉定价的差别。

当时沪市综指为 5700 点。中石油 2006 年的每股收益为 0.76 元。发行价为 16.7 元，市盈率达 22.4。开盘价为 48.6 元，市盈率为 64；2007 年末中石油收盘价为 30.9 元，在册 A 股股东户数为 187.9 万，主要是散户。

然而，在股价变化不符预期之际要对价值重新评估，防止掉入“价值陷阱”。价值陷阱在于，其一，仅用过去的财务状况、盈利能力，推断未来；其二，公司的基本面已发生、也正在发生重大变化，市场在通过价格变化体现这一事实，而投资者未对此变化作出反应。

价值投资解读之四，避免错误策略是最有用的策略。

应对复杂系统，出错正常，但要少出错，不出大错。犯错少，不犯大错的人，是赢家。“低风险是这样一种思想，交易所处的风险水平，可以让你在最坏的不测下坚持下来，结果你可以实现该系统的长期期望收益。”㊁

“价值投资是唯一把风险管理作为投资过程核心的投资方法。”㊂

㊀ 首次公开募股。

㊁ 范 K. 撒普，《通向财富自由之路》。

㊂ 詹姆斯·蒙蒂尔，《价值投资——通往理性之路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡拉曼认为，价值投资是在长期内获得丰厚回报，并且能够同时控制风险的唯一策略。

多尔西说："我要讲到什么不该做，因为规避错误是全部策略中最有用的策略。"

格林伯格的投资哲学很简单："一个人应该拥有一种在长期看来会赢而不会输的方法。投资者不应使用在提供丰厚回报的同时、也可能面临巨大损失的方法。投资是长期的事业，所以投资者必须找出一个能让他成为长期赢家的方法。"[一]

价值投资避免错误的规则之一是构造护城河。你的估值分析，要经得住环境变化压力测试。估值从不精确，易犯错误，要提高安全系数，设安全边界。芒格说过，安全边界、护城河的理念来自桥梁承载能力涉及的冗余概念。

价值投资避免错误的规则之二是遵守自己的能力范围，专注地做简单的事。价值投资者回避追逐价格游戏的理由在于：第一，不规则、随机运动，无法把握、预测，而价值有规则可循；第二，它属风险大于收益的智力竞赛，属输家游戏，如同赌博。

对于价值投资者而言，检验投资方法的有效性，一项不可或缺的标准是：你所选择的方法，要能经历全周期各类主要环境测试压力、考验。压倒一切的投资准则应该是本金的安全和减少资本永久性损失的风险。这也是价值投资者通常在短跑比赛中灰头土脸、在马拉松比赛中集体性胜出的团队基因之一。

成功的策略要能够避免股市周期性极值打击。一种方法即使在市场80%的时段有效，20%的时段无效，但这在20%或在5%的无效的阶段，如果可能给投资者带来无法承受的损失，那这种方法也不是一种适合你的方法。要容忍常态波动，防范异常值轮回，避免极值打击。股市随机性分布特征为尖峰厚尾，不同于传统理论所讲的正态分布。差别在于异常值与周期性极值出现的频率，对均值的影响权数，远大于正态分布认可的范围。线性思维认定股市属正态分布，

[一]《鹏华杰出投资者文摘》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均值与离差之间的关系只存在"有限离差"。非线性思维认为：在复杂系统非线性关系的作用下，均值与方差之间完全可能出现"无限方差"。

股市有定期的或周期性的清盘机制或归零机制，其收益机会与亏损机会并不均匀分布。一个操作系统只有建立了适应对付此机制的规则，才能在中长期有良好的业绩。据美国专家所作的统计分析，自 1915 年以来，道琼斯指数日变化的标准误差是 0.89%，这属于正常波动。投资者要特别关注异常波动：单日波动 4%，期间波动 30%～40%，数年（3～5 年）一个轮回，这属极值打击；期间负向波动 50%以上，十年或数十年一个轮回，堪称代际套、世纪套。以 48.6 元的集合竞价抢入中石油股票，至少可列入代际套。

在不同的市场环境中或大部分市场环境中，价值投资者默默无闻，落后于市场，但在长周期中，才发现价值投资者是赢家，这个周期在 5 年以上。因为股价可能数年脱离基本面。20 世纪 90 年代对价值投资者是难熬的，业绩不佳。

记得笔者在中国社会科学院任助研之际，1990 年前后，一位历来直言不讳的老资格研究员批评国内某经济学奖：有些文章发表时间仅数年就获奖，如果再过几年证明这些是错误的，这奖就会名誉扫地。他教导笔者：文章千古事，一些发表出去的研究成果要经得住时间的磨砺，否则会成为耻辱柱。学生谨记在心。来看一下诺贝尔奖，马克维茨 1952 年发表了著名的《资产组合选择》的论文，直到 1990 年，才因此获得诺贝尔经济学奖。

价值投资解读之五，价值投资者情商重于智商。

巴菲特认为，投资不需要高智商，需要好性格。

价值投资是孤独流派。价值投资始终是少数人的专利。美国有专家在 2000 年作过统计，在美国机构投资者中，真正执行价值投资策略的机构仅占 5%左右。我国没有明确的统计数据，但不会比这一比例高这种说法应比较靠谱。李路在给哥伦比亚的学生讲演中阐述：仅占 5%的价值投资者与 95%的投资者思维模式形成巨大区别，多数时间与 95%判断相左，始终是市场中的少数派。价值投资者不是"行业人士"，其判断多与行业人士相左，也与人类本性相左。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资需要宗教般的虔诚，严守自家投资哲学。价值投资者始终是少数，是稀有动物。价值投资的执行需要虔诚的宗教式信仰。

好性格要件之一是耐心、自律与推迟满足。价值投资者要有非凡的耐心和严格的自律，才能抵得住诱惑，不参与股市周期中大部分时段的价格博弈如均衡市阶段、牛市阶段，仅在约15%左右的熊市时段参与市场。

2011 年，《证券市场周刊》记者对国际交易大师迈纳进行访谈。记者问："如果市场长期走弱怎么办？"迈纳回答："停止交易去休息。很不幸，大部分投资者都很容易'交易上瘾'，把交易当成赌博；专业的投资者要把交易当成事业，而且是终生要从事的事业，终生的事业自然不在乎一两年的低潮。"

20 世纪 60 年代末，心理学家沃尔特·米歇尔做了一个著名的"棉花糖"测试心理学实验，测试得出一个结论：自律性强、懂得推迟满足感的人更易成功。实验样本为 650 名 4 岁儿童。测试时间为 15 分钟。测试题是这样的：要么选择即时吃一块棉花糖；要么等研究人员回来，吃两块糖。70%的孩子是在 3 分钟内选择吃一块糖；有 30%的孩子坚持等到研究员回来，获得两块糖。

1981 年，十几年后，对参加测试者作了回访调查。回访发现，当初能做到推迟满足者更具备成功素质：他们考试中的平均成绩比前者高 210 分。自律性低的孩子，长大后更易在学习、事业、品行方面出现问题。此前，心理学家一直认为智商高低是一个人能否成功的决定因素，但米歇尔的研究结果动摇了这一结论。米歇尔认为智商能否起作用关键在于自我控制能力。有自我控制能力的孩子能在特定环境下去寻找对自己有利的解决问题的方法，能够更理性非情绪化地完成对自己注意力的控制、管理。这种自控与理性选择，助推个人事业的日后的成功。

好性格还包含坚毅、自信、敢于逆向投资。价值投资者的优势不在于掌握特殊信息，而在于如何解读信息。同样的情境、信息，价值投资者与趋势投资者会作不同解读。价值投资者所卖，大部分为趋势投资者所要买；价值投资者所买，大多是趋势投资者所卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者不得不承受逆向投资压力。GMO 公司主席杰瑞米·格兰桑特立独行，在投资中坚持自己的投资理念与原则。但他在一定的时期会承受一般人无法承受的压力。格兰桑向采访记者讲述了 2000 年网络泡沫破碎前的遭遇，他称之为：赢了赌局，输了资产。格兰桑奉行股价在较长期时间序列才能回归价值的投资理念、模式。一度这个模式选定 10 年为价值周期回归的时间框架，2008 年前后调整为 7 年。1995 年，威瑞森基金向摩根士丹利、GMO 公司和另外 3 家公司各委托了 10 亿美元，5 家公司拿到的固定管理费都很低，但若能跑赢威瑞森基金设定的基准，可以拿到相当高的奖金。1997 年前后，格兰桑开始看淡整体股市，尤其是科技股，清仓所有成长股并且退场。结果，他的业绩比基准和几家竞争对手公司都差，到 2000 年春天，GMO 公司的成绩在 5 家公司中垫底。不仅如此，20 世纪 90 年代末，GMO 公司经受到严峻的考验。许多客户关闭了账户，几名看多的合伙人则离开，去创办自己的公司，公司管理的资产下降了 60%，公司出现亏损。但格兰桑不为所动，他继续向优秀的投资经理支付高薪，花钱改善客户服务。在亏损期间，公司的员工甚至增长了 50%。终于股市泡沫破裂，GMO 公司苦尽甘来。格兰桑最后还是赢得了业内的声誉、信用与事业的成功。其后，他们的业绩分外出色。到 2003 年年底，公司管理的资产增长到低点时的 3 倍，达 600 亿美元，为公司带来了丰厚的管理费收入。耐心、逆向投资是一种投资智慧，但格兰桑也承认，保持耐心真的很难，因为股价回归到平均值可能需要很长的时间。经验之谈人们常挂嘴边，但奉行起来非常困难。

从另一角度来思考，格兰桑曾遭遇的困境再次暴露了价值投资者在“决策时机”择优方面判别标准、操作规则的缺位。如果市场已持续与基本面背离，这时，已不能用基本面变量来解释市场轨迹，尤其是在买卖时机选择方面，要参考一部分中长期技术指标，以作出正确的买卖时机选择。

实战要求基本面分析与技术分析结合使用，交叉验证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章

价值投资批判

语录：

“股市或许太复杂了，复杂得不可能屈从于任何简单的规律和系统。它要求经历各种可能出现的情况后的丰富经验。”

约翰·麦吉，《股市心理博弈》

经验之谈：

一个完整股市周期中，大约仅有15%的周期时段适于价值投资操作。

毋庸置疑，巴菲特大师的价值投资理念、方法，已被实践证明是一种十分有效、成功率极高的投资方法。价值投资方法具有下列优势：

第一，可复制性。价值投资的成功不是某几个人的成功，而是一种投资方法的成功，一个部落的成功。尽管每个价值投资者成功的个性因素有所不同，但其可复制性在于，他们拥有一些具有共同特征的基本的决策规则：关注企业价值而不是股票价格；集中持股，长期持仓，低频操作。

第二，理念简单，易于理解。价值投资的成功来自正确使用减法。用简单应对复杂，而不是用复杂应对复杂。价值投资的实质是企业长效基因强度的确认及折扣价值确认。锁定好企业、优势企业、优势模式，耐心等待好价格。价值投资的最大优势，是通过折扣估值，最大限度地回避不确定性。通过购买中长期企业价值变化的确定性，实现简单制胜，不在复杂环节论输赢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对价值投资者而言，决定价值因素相对简单，属慢变量，属有规则可循的变化模式。决定价格因素复杂，存在许多快变量，包括随机变量，人们不可预测与把握。巴菲特讲过，因种种原因，人们以价格变动而不是价值变动得出结论，仅因价格上涨去买股票是不明智的。

第三，业绩优异。价值投资通过价值低估、价值折扣策略，确保了价值投资的高胜算率、高获胜幅度。短期业绩一般，长期业绩突出。

第四，依据常识推理，以因果逻辑解决或然决策问题，与人类沉淀下来的相关知识有效连接。知识是对事物类本质关系的概括。在不确定性世界，股票决策面对的基本问题是宏观有序，微观随机，难题在于，你不能仅靠普适性知识胜任微观随机问题。在断点之处，价值投资提供了一种有效连接路径。

本章重点探讨价值投资的不足与缺憾。价值投资理念、方法的优点、长处被大书特书，但其短处、缺憾却被绝大多数人所忽略。各种投资策略，有所得，必有所失，考察所失为何，因为这样能使我们对其的认知更全面。对相当广泛的投资者而言，这些短处、局限或已成为一误再误的盲区。本书仅尝试确认该方法的正常定位，还神话于俗世。严格而论，巴菲特大师的价值投资理念、方法属绝对价值投资的方法，它是属于一种投资风格，属于适合某种特定决策情境的方法。依笔者的研究，该方法存在 5 大缺憾。

缺憾之一：强调纵深，缺乏覆盖。周期时段覆盖面狭窄，仅适合局部决策情境，仅适合市场中少数人操作。

人们常感叹：价值投资，道理简单，条件简单，但做到很难。在中国甚至有人认为，常态市场基本没有实施该类价值投资理念的条件。此话并非无理。

一个完整股市周期中，大约仅有 15%的时段适于价值投资操作。价值投资强调自下而上，强调不择时，但实际含潜在择时，且择时条件异常严格。格雷厄姆的市场先生理论，完全可以解读为价值投资的择时理论。价值投资方法所要求的证券投资时机，不仅要出现股票价值低估，而且要低估到一定的深度，具有安全边界。换句话说，价值投资实施的市场条件是单个或整体股票价格出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现大幅度低估、错估，市场有效性丧失，这就是“别人恐惧时贪婪”状态。“我们寻求令人震惊的价格错位，这一般是由紧急事件、人们惊慌失措或盲目的抛售引起的。”

现实中只有下列情境这种时机才可能出现。第一，宏观层面——股市周期处于熊市的某个阶段。第二，宏观层面——市场处于崩塌状态。这种状态的出现或因重大突发事件，或因非线性导致的“蝴蝶效应”。例如，美国 1987 年 10 月的股灾事件。第三，微观层面，个股受短期重大、突发事件冲击。某公司已数度遭遇这类事件打击。记得数年前在南方参加一家券商的年度投资策略推介会，头天晚上，几位同桌晚餐的基金经理尚轻松自在，谈笑风生。隔天午餐之际已踪影全无。经询问，原来该公司出现负面新闻，几位重仓持有的基金经理坐立不安，已日夜兼程赶往当地了解第一手信息。

毫无疑问，作为一种投资方法，符合此投资条件的股票投资确实胜率极高，亏损的概率小，道理、逻辑都无问题。然而适于其操作的决策情境有严格限定，适于其操作的时间窗过于狭小。这种投资机会、投资时间窗实际在中国市场恐怕至少间隔 3 年、5 年才短期出现 1 次，在成熟市场至少 5 年或 10 年间隔出现 1 次。

问题在于：大部分时期，85%的周期时段，股市属估值合理、低估幅度有限或价值被高估但市场仍能承受。该类市场对绝对价值投资者而言，属观望信号，应不介入市场。这类时期可能是数年之久。“如果你把我们 15 个最好的决策剔除，我们的业绩将会非常平庸。你需要的不是大量的行动，而是大量的耐心。你必须坚持原则，等到机会来临，你就用力抓住它们。”㊀

这对许多投资者而言是不可接受的。一般投资者资产配置的原则为不同类别资产作预期收益率比较。当股票预期收益率高于其他类别资产预期收益率到一定幅度时，理性资金会流入股票市场。例如保险公司的资产管理机构，每年定期有资金流入，它们也有资产配置收益高于资金成本的经营压力。尽管此类

㊀ 彼得·考夫曼，《穷查理宝典》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构投资目标并非暴利，投资风格属低风险偏好，它们也不敢数年空仓坐等一个不确定何时出现的“别人恐惧的时机”。小概率、大后果的黑天鹅事件，其特点之一是不可预测。大机构不会刻意去捕捉小概率事件。适合该投资方法实施投资决策的时间窗狭小，对相当广泛的机构投资者而言，并不适于操作。

此外，讲价值投资方法仅适合少数人操作，也在于市场正常运行有赖于异质投资者之结构，包括正常投机者的出没。如果85%的市场周期阶段不存在一定活跃度的交易，则这只是个不连续、流动性匮乏的市场，是个不能持续存在的市场。

缺憾之二，价值投资对 85 %以上的市场周期时段，采取回避态度，不提供分析路径，不能说这不是一大缺憾。价值投资是一种成功的投资方法，但切记，它并非证券投资领域唯一正确和能够成功的投资方法。

价值投资方法成功率高，重要原因之一是其初始入市条件严格，规避了大量常态投资风险。依据股票市场存在的价值均值回复规律，大幅偏离均值的个股价格回归均值是大概率事件，是不确定中相对的确定性，成功率高也合乎逻辑。

有所得也必有所失。其一，价值投资只对局部、特殊、某类典型的情境提供了解决方案，它同时也排除了参与大量常态投资的机会，排除了对常态投资机会提供分析路径。价值投资对 85 %以上的市场周期时段作出回避，等同于对该类周期时段的各类决策情境、投资机会忽略不计，不提供任何分析方法，这对于一般投资者所要求提供的整体性、系统性投资分析方法而言，不能不是一大缺憾。

在投资理念上有个如何评价、分析投资机会的问题。股价错估，尤其是大幅度错估，其持续期有限。此状况构成大的异常的投资机会，但仅是类别中的一小部分机会。对证券投资而言，从时间分布到事件发生频率，大部分投资机会产生于股票现值与未来值的时间差、预期差；就股票整体而言，投资与否取决于不同类别资产预期收益的比较。

其二，对于价值投资者而言，忽略、漠视股票价格波动中非基本面因素的作用，已构成一大运营风险，即价值、价格有可能持续、长时期、大幅度偏离，构成灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资在实践中反复出现的问题，经常是“买得过早”、左侧交易、主动买“套”问题。价值底与市场底经常不一致，有时很悬殊。或“卖得过早”，卖完之后股价飙升。市场的顶也经常大幅超过“价值顶”的预期。没人能准确地抄底逃顶。但笔者认为，上述反复出现的问题，在某种意义上是价值投资者因漠视非基本面因素的作用而付出的沉重的代价，也是价值投资者主要依据简捷常识推理、因果逻辑所付出的代价。

大师的功力关键在于对于价值评估的准确性及保持密切的动态跟踪、评估。大师有这等功力，自不待言。价值本身具有不确定性和时变性，问题是我们这些一般的股民，对价值投资，知之不多却又知之，用之则少却又不知少在何处。有时按照各自所理解的价值定位，回归到“因果式”、“有序式”的思维，却不得不面对“价值陷阱”——价值的贬损过程，或面对股价持续偏离价值的折磨。价值投资面对的一大投资风险，就是时域风险——也许出现价值价格错位，但很难知道这种错位何时才被市场纠正，也不知市场何时在错位方向上止步。

决策的价值不在这种过程的识别、确认，而在于这种时机的把握，即时机值域限定在一定量级的识别与确认。笔者称之为决策的“高效时域”确认问题。否则，正如凯恩斯所言：“在长期趋势中，我们都会死掉的。如果在狂风暴雨的季节里，经济学家只能告诉我们，很久后，一切又会恢复平静，那么他们的工作就太简单，太无用了。”

希勒 2000 年出版了《非理性繁荣》一书，恰逢 2000 年 3 月股市崩盘，希勒一举成名。其实，正如希勒教授在该书第一章开篇所言，1996 年 12 月初，在格林斯潘召集的一个小范围的证券专业人士沟通会上，当时在场的两位教授希勒与坎贝尔均持股市已被高估的观点，力陈股市出现泡沫问题。而当时参与沟通的两位券商资深策略分析师则认为，依据其估值模型，股市估值合理，且仍有 15%左右的上行空间。会上格林斯潘只听不说，会议次日格林斯潘在宴会上发表非正式讲话，第一次用“非理性繁荣”形容股市投资者行为，当时引发全球股票市场 2%～4%左右的下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希勒依据历史 PE 数据预测未来 10 年的股市收益率。美国历史上平均的市盈率为 14.2，自 1872 年开始，绝大部分时间 PE 在 8～20 之间。1996 年 12 月，平均 PE 为 28。依据上述理由，希勒和坎贝尔预言：未来 10 年，1997—2006 年，股市的实际价值将损失 40%，标普 500 指数将下跌至 450 点。

美国道琼斯指数自 1994 年年初的 3600 点到 2000 年年初已达 11000 多点，5 年之内，股价翻倍，指数上升到原来的 3 倍。在希勒不断宣讲股市已现泡沫期间，股价又上升 1 倍之多。就此，希勒在接受著名电视财经记者采访时，曾遭受记者的奚落、嘲讽。

希勒与坎贝尔 1996 年的这两个预测一对一错。一对在于：2000 年 3 月，网络股崩盘。一错则在于：到了 2006 年 7 月，标普 500 指数为 1273 点，市盈率为 17.5，希勒错在没有考虑生产率已大幅提升。

美国的次债危机也是如此。2003 年巴菲特就讲“金融衍生品是大规模杀伤性武器”。当时业内不解其意，直到 5 年之后，2008 年次债危机爆发，才获注解。

时域风险直接影响决策收益率，即决策价值的大小。机会时域范围越小、越准确，收益率越高。美国有两位专家对股价向价值回归的时间作出统计分析，得到下列结果：这种回归，最短 1 天，最长 2797 天（7.7 年），平均 92 天（3 个月）。如果股价按 3 个月回归合理价位，预期收益率为 3%，则年化收益率为 12%；如果 12 个月回归，则年化收益率仅为 0.75%。

到目前为止，价值投资三个标志性的数字也需要我们品味：股市中真正执行价值投资理念的投资者约占机构的 5%；价值投资真正适于操作的时间在全周期时段中约占 15%；近 30 年的美国股市收益来源分析，55%～75%来自非基本面因素。这些比例未必准确，但有足够的代表性。

股票的收益可划分为三个来源：股息率；真实股利的增加（业绩增长）；估值变化，即市盈率变化。前两项可视为基本面变化对股价的驱动，第三项是市场其他因素对股价的驱动，一般称之为市场面因素驱动。这些因素包括情绪的作用、供求的作用。依据詹姆斯·蒙蒂尔在《价值投资——通往理性投资之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路》所引用的美国市场数据，1982—2008 年的 26 年期间，股息率占比一直最低；增长率其次；估值乘数变化近 30 年占比一直最大——在 55%～75%之间浮动。股票市场收益中非基本面因素的作用从未低于 55%；在牛市或熊市期间非基本面的作用在 70%～75%。如果对 1871 年—2008 年这个期间计算，基本面因素作用才大于非基本面因素作用。詹姆斯·蒙蒂尔的本意是证明基本面在长期有效。但笔者认为这百年以上的数据意义不大，第一，其可比性不足，失真度高。第二，这已超出了人类平均的预期寿命，决策的意义何在；且能存活 100 年的上市公司寥寥无几。第三，这项数据有可能在证明这是一种新的常态。1982—2008 年，这近 30 年的数据在提示我们重视一个问题：市场与 50 年或 100 年前相比已发生重大变化——情绪、投资者行为、非基本面因素对股价变动的作用远比经济、金融理论所认可的作用大得多——常态超过 55%！如果股市常态的 55%以上的收益来自非基本面因素的作用，那么如何应对非基本面因素造成股价持续、大幅度偏离价值的问题？这就不能仅以回避作为解决方式，而是价值投资必须面对的一大挑战。股价波动远远大于企业基本面的波动，这已是无须争议的事实。霍华德·马克思集 43 年市场经验总结道："市场可以被高估，也可以被低估，并且能够将这一状态维持一段时间，甚至若干年。"㊀

缺憾之三：强调单维微观估值、绝对估值，这极易误导、误解为存在类似物理性的精确的固定的价值，从而忽略股票价值的多维性、非精确性、期权性、综合性。单维微观估值，其价值评估始终是微观单个企业。实证经验表明，即使认定股票价值是企业未来现金流贴现值这一基本要义，也不能排斥价值本身存多维要素定价的属性。不同类型股票价值成分中具有不同权数的期权属性，也具有不同权数的宏观、中观、微观要素的作用。仅凭单维的微观属性估值，不及多重、及宏观、中观、微观三维综合估值体系有效。

股票的价值评估是情境和属性双重评估的结果，而非单独微观属性、特征评价、计量的结果。脱离了既定的决策情境，不能评价股票价值。宏观情境特

㊀ 霍华德·马克思，《投资是最重要的事》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征决定了估值标准的变化，进而决定了价值评估的变化，股票价值不是一种物理标准或某种固定货币计量，它含有人类作为主体赋予客体的社会一致契约所决定的主观价值计量标准。价值评估解读令笔者回味起幼时所读的一个民间故事。黄河泛滥区域的一个村庄，遭遇大洪水，一个穷庄户爬上一棵大树，怀里揣着几个窝头；一个财主也逃到树上，怀里揣着几根金条。大水数日不退，财主饥饿难耐，要求拿金条换窝头，庄户不换。结局不表。问题在于，你如何评价黄金与窝头的价值？价值高度抽象，它既具有客观性，也具有主观性。抽象度越高，主观性越强。它没有固定不变的标准。实战中的价值评估，只能依据情境与属性双重评估才能得到结果。饥荒之下，情境的变化不是导致粮食的使用价值变化，而是导致评估价值的社会共识标准发生变化。无论穷庄户还是富财主，特定情境决定了二人（社会）对窝头与黄金的价值存在新的共识：窝头比黄金更具价值。情境类别与价值评估的关系不可忽略不计，它关乎估值准则调整。沙漠之水与洪灾区之水，都是水，情境不同，评价标准与结论两异。

此外，微观估值、属性评价之误在于，股市的价值中枢也不是一成不变的。其中一部分随宏观、中观经济环境变化而变化，尤其是随利率、通货膨胀等宏观变量的变化而变化。一方面它直接影响价值评估中的折现率变化，另一方面它造成证券市场价值中枢上移或下移，同样会造成个股价值变化。

对周期性股票的估值，单从微观估值更不能提供正确答案。价值取决于收益，收益依赖周期，周期性因素会造成资产价值的大幅波动。

缺憾之四：缺乏明确的危机止损机制。价值投资者行为规则的一面旗帜是只遵循自下而上的原则，因为宏观变化不可预测，所以似乎仅关心微观即可，宏观可以忽略不计。据晨星（中国）梁锐汉的对美国具有代表性的 16 只价值型投资基金的统计，2008 年，基金的平均年度收益亏损在 40%以上。不少价值投资者也损失惨重。其中包括几位明星级别的价值投资基金经理。1991 年—2005 年，米勒管理的美盛价值基金连续 15 年跑赢标普 500 指数，1982 年—2005 年复合增长率达到 16.14%。然而，从 2006 年开始，米勒管理的基金的收益率开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始落后标普500指数，到2008年中，晨星评级显示，美盛价值基金在同类基金的最近1年、3年、5年和10年期业绩表上均排在最末档。其中2008年下跌56%。惠特曼主持的价值投资风格基金、第三大道基金在保持了连续17年战胜市场的优异纪录之后，在2008年危机中损失了45%。

依据相关统计资料，量化基金尤其是对冲基金在2007年—2009年危机时表现出色。在上述危机期间，量化对冲基金获得3.29%的平均回报率，非量化对冲基金有4.77%亏损。

不少价值投资者在总结2008年的教训之际，提出要关注自上而下的环境问题。梅森·霍金斯对2008年的教训进行了这样的总结："2008年宏观环境决定一切。对于脚踏实地自下而上的公司分析，信用危机压倒性地推翻了这些分析结论。微观分析的工作对投资建议几乎已经不相干，宏观经济问题似乎应该成为我们更加注重的投资因素，以便更好地保护我们的投资伙伴。"笔者认为，价值投资的一些信条在新环境下有修订规则的必要，尤其是价值投资者缺乏明确的危机止损机制。

尽管此类事件的特点之一是不可预测，但相对而言，趋势投资论者通过设定止损机制能减少损失，价值投资论者并未设置应对规则。

缺憾之五：强调"有序"、"因果"、"确定性"，对市场中面对的核心挑战——市场变化的无序性、非线性跳跃、极值打击揭示不足，多采取回避、漠视的态度。股票世界是混沌世界、复杂世界，其要义在于重视有序与无序并存，处理好无序之中的"隐秩序"问题。价值投资的思维模式过度偏重"有序"、"均值回归"，漠视了"非线性"的力量与异常值的杀伤力。以往，价值投资者实际是以线性推演、因果常识完成推理过程。其基本依据包括股票均值与离差的基本关系。这只是一种线性思维模式。如果从复杂系统行为特征解读这一问题，则非线性思维模式有不同解答。

第一，我们从实证数据看，1987年股灾，1989年、2000年网络泡沫崩盘，2008年次债危机，频率加快，几乎10年一个轮回，前所未有。对这种变化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要价值投资者修订应对规则，如果把这类崩塌当做不能把握、不可预测的宏观因素，忽略不计，不予重视，必付沉重代价，并且已经付出了代价。

第二，非线性与异常值之关系，比均值—离差关系能更合理地解读股市。股市远比正态分布更高频率地出现异常值，复杂理论视其为非线性关系作用的结果。复杂系统内各“适应性主体”非线性关系的相互作用，能产生不可思议的巨大震荡。正态分布中的“有限方差”假设不断被事实击碎，呈现出“无限方差”特征。对此视而不见，不是明智的抉择。非线性作用包括周期累积作用和市场中的正负反馈作用。这种作用有可能使市场、个股的价格脱离市场均值的持续的时间和偏离的幅度大幅超出投资者预期，包括背离历史经验。威廉·米勒 2008 年依据历史经验，重仓持有已经大幅下跌的金融股，包括贝尔斯登、AIG、雷曼兄弟等，并实施越跌越买策略，结果损失惨重。2008 年基金创纪录地亏损 56%。事后久经沙场的已近六旬之龄的米勒还要感叹“经验不足”。

证券市场最常见、最频繁重复的错误决策模式之一，就是决策脱离某投资规则所限定的适用条件，把某种条件、某种情境下才成立的结论，脱离约束条件，泛化应用。证券投资，理念、方法至关重要。不同的投资理念、方法，有不同的适用情境，有不同的长处、短处，有不同的获胜率。每个投资者自觉或不自觉掌握、使用的投资方法，标志着投资者在业内的段位、级别。二八原则是对证券投资结果大体准确的描述。依据至少一个完整的牛熊股市周期中长期投资业绩统计，80%的鱼会被 20%的渔夫钓走。获胜者有适合自己的成功率高的方法。

证券市场属高度复杂、高度综合的市场。证券投资决策通常被称为是科学+艺术，包含着人类对其复杂性本质特征的判断。称之为科学，是其一部分规律已通过证实、证伪的考验，可作为知识凝结、储存、代际传递；称之为艺术，系源于面对不确定性环境下的投资决策，事前面对的投资风险不可避免，靠现有的科学手段，包括计算技术都不能解决。该投资决策领域是经验、悟性、创造性统治的空间。其能力的获取不能依赖知识的灌输，必须经历实践——试错——感悟——总结——升华这样认知、循环的历程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章

个人股市揭盲的心路历程

语录：

“我认为，没有大量的阅读，你根本不可能成为一个真正成功的投资者。”

查理·芒格

经验之谈：

读书的一种境界是折价——你只读懂作者意图的一小部分；读书的另一种境界是溢价——你能领悟作者意图的200%或更多。如果直接读外文，——折价或溢价则加倍。

笔者个人探求股市相关知识与规则的心路历程，大致经历四个阶段。第一阶段：追求技巧，高频试错，没有投资理念的阶段；第二阶段：转换工具，投靠规范投资理论决策模式；第三阶段：专题研究与积累——转向概率思维模式；第四阶段：转向多元逻辑，确认不确定性决策综合分析框架。

个人股市心路历程第一阶段：追求技巧，高频试错，没有投资理念的阶段。

2012 年 3 月在《证券时报》看到李文武先生的文章《论投资无标准》，李先生的总结很精准：“20 年前，毕业进入投融资领域，一直希望找到标准的、规范的、全面的项目评估方法，只要输入资料，就可得到结果。20 年的结论是投资无标准。我们在任何时点对外在世界的了解是有限的，我们不得不以局部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、暂时的、片面的知识应对问题的整体性。”

笔者1992年在同学与朋友赵建的引领下步入金融行业。1987年研究生毕业后，在中国社会科学院人口所作了5年人口经济与就业研究。就业研究经验告知笔者：高等教育的作用不仅在于学习某类专业知识，更重要的是素质教育，它注重培育人的思维习惯，培育人研究、思考、解决问题的能力，包括职业转换的适应与调节能力。一旦出现职业转换，你要主动调整自己的知识结构，适应新的岗位职责要求。笔者转入证券行业之后，即刻启动知识结构自我调节工程。

笔者在进入行业初期，主读技术分析。20世纪90年度初期到中期，当时关于股票的书籍不多，能见到的绝大多数书籍都是技术分析指标的简要介绍。当时中国股市属创建初期，关于股市的书很少，而关于股市基本面分析，或介绍价值投资方面的书籍，近乎绝迹，见不到。仅能见到一些技术分析介绍类的书籍。此时的投资者也只能追求技术、技巧，谈不上构建投资理念。看的主要是来自我国台湾的各种版本的乾隆软件技术指标讲解，及一些技术分析书籍，书摊上售卖的有时竟是厚厚的整本书的复印件!当时所读令人印象深刻的书籍是《上海股市乾隆软件讲义》，其分题目包括：细说乾隆致富秘籍；股市自然法则；股市绝学天龙八部。这些充满江湖气语言的书籍，确实描述了一个神奇世界。在这个世界，另有一套语言与符号，似乎谁学会，谁拥有了武功秘籍，就可创造财富天下。那个时期，我所读到的，感觉最好的技术分析书籍是我国台湾张龄松、罗俊先生的《股票操作学》，其后又系统读过的技术分析书籍是约翰·墨菲著、丁圣元翻译的《期货市场技术分析》。

回头来看，这是投资者成长过程中不可规避的路途之一。不可规避在于：第一，当时基本没有其他类的书籍，没有可替代的选择；第二，投资者必须经历先易后难、先局部后全局的历程。该阶段存在的问题在于：这个阶段是仅追求局部技术、技巧、没有投资理念的阶段。这是与正确的投资原则，即理念重于技巧原则不可避免相悖的阶段——技巧先于理念，技巧重于理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期这个阶段就是读、学、试，试、学、读的不断循环、不断试错的过程。实践中遇到的突出问题首先是原有确定性世界的思维模式与股市这个不确定性世界的不适应问题。早期，总追求规律、定理，理性结果；后期，在多次挫折之后，才聚焦不确定性及应对问题，深感教练作用的缺失。股市投资不是理论灌输而是技能培训，名师出高徒，教练的作用会令人少走弯道，直面焦点问题及应对能力；关注焦点问题及解决方案、解决能力，形成专业差别。

中国股市的初期都属“摸着石头过河”。第一，入市者的初始决策参照系五花八门。每个人都有自己前期事业与成败的经历，有个人的既定的知识结构。具有经济学背景的会主要以经济学原理作决策依据，具有物理学背景的会主要以力学、动力学原理作决策依据，具有哲学或国学背景者也有人用易经作依据。第二，初期多采用定律式、原理式、因果式推理思维模式。人天性是“模式化动物”，是事事总要做出归因的动物。凡事都习惯用“规律”、“铁律”来思考问题，解释世界。当时对事物之间关系的理解，均限于因果关系、线性对应关系、自变量与因变量关系的解读。

技术分析，看着容易，实际非常难。从笔者个人近 20 年的股市经历而言，到目前为止，我没见证过仅靠高超技术分析获得“财富自由”的个人案例，也没见到主要靠技术分析获得长期、稳定超额收益的案例。我相信有这样的成功人士，如果成功概率过低，那就成为难以仿制的小概率事件。国际、国内技术分析的图书众多，但很奇怪，我所领悟到的基本面派对纯技术分析人士的评价始终是一副疯狂旅途中匆匆赶路的、落魄的未成功之前的科学家形象。有一点可以确信：一个多年靠教授投资方法谋生，而未从投资之战中获得职业自由的教授，其专业资质属尚未达标。

在初级阶段采用的方法有一定的特征。投资方法局部、片面，热忱追求各种技术上的投资技巧。投资依据大多是或看图作业，或听消息；总之，充满动物精神——凭感觉投资。思维模式为因果思维、线性思维。

初级阶段常犯的错误是，频繁交易，买低惧高，卖强买弱，盲注交易，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设止损。

常犯错误之一是频繁交易，这也是多数新入市者的通病。据中国证券投资者保护基金有限责任公司 2012 年 1 月进行的《2011 年中国证券投资者综合调查报告》的数据，我国投资者总数中半数以上属 2006 年以后入市的。其中 2006 年—2008 年牛市期间入市者人数最多，占投资者总数的 29.6%，近 1/3。投资者持股期短，换手频繁，85%以上的年度换手率超过 200%。据 2012 年年初深圳交易所《2011 年个人投资者状况调查报告》，65%的投资者通过技术指标形成投资决策，77%的投资者表示自身需要学习投资知识与投资技能。

常犯错误之二是买低惧高。有几位朋友曾循此思路去买港股中的“仙股”，即市价低于 1 元的股票，有的甚至是几分钱一股。几万元钱就能买数百万股。心理上很享受，坐拥数百万股份，说不准那块云彩下雨，翻个十倍、百倍，也未可知。当然，这种操作实质是买彩票，而不是做投资。彩票的基本原理是以小博大，尽管希望很小，近乎不可能。股价高低都有自己内在的理由，要件在于要熟悉你所关注股票的历史区位、变化区间和近期波动的缘由。

笔者曾一度遵循低价格、低市盈率选股线路，其结果、综合战绩非常一般。这类股通常不会让人犯重大错误，造成难以接受的损失，但也鲜有辉煌的业绩。整体而言，这类股票通常属防御类股票，在熊市下跌的幅度相对小，在牛市上升的幅度也会低于大盘平均水平。

这可能是一种“朴素的价值投资”思维模式，这也是一种简易的因果思维模式：低价的资产应该是好资产，其价格会提升。

数年后笔者才厘清这是个误区。并非所有低价资产都是好资产。股票价格的好坏要件不在于股价高低，也不在于静态市盈率高低，而在于股价与企业资产盈利能力高低的匹配程度。高价、低价不是关键，错配才是关键，才是机会。就绝大部分低市盈率股票而言，市场给予低价评估自有市场的标准与理由。第一，静态与动态市盈率高低的区别。它可能包含企业未来业绩低增长或负增长预期。例如，周期股处于周期繁荣阶段的低市盈率股票最具风险，其低市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已含下阶段增长率下降、市盈率上升的预期。第二，企业发展基因评估——企业治理与管理方面的问题。企业可能存在诚信或组织智商低下问题。这属于企业治理方面的基因型病灶。组织智商低下在于该组织的治理、管理系统不善于应对自身面对的内外挑战，通常只能在“下下策”区域选择答案。这种长期低效因素通常在股价上也会获得低阶的“评议”。区分造成低价的短期因素和长期因素至关重要。

常犯错误之三是卖强买弱，或卖强“持弱”。这是全世界投资者都曾不同程度患有的一种流行病。行为心理学的研究结果是存在 S 形价值函数。投资者对亏损和获利的价值评价不同。其比例一般为 2.5:1，即损失对人们的心理影响是收益影响的 2.5 倍。对于相同数额的损失和收益，损失给人们带来的负面情绪大于收益给人们带来的正面情绪。

常犯错误之四是盲注交易或噪声交易。赌场上不看牌而下注，被称为盲注，属纯赌运气，而非技术博弈。如果我们自我审视，会发现初期阶段，无论你是否做过股市功课、个股功课，你所知信息，恐怕不及真实信息的 50%。即使老到、成熟的投资者，基于不确定性决策情境所固有的信息缺口，只能依据不完备信息决策，仍有一定程度的盲注交易成分。初级投资者与成熟投资者，在某种意义上讲，也不过是大盲注与小盲注之区分。关键在于牢记存在不同程度的盲注交易这一事实，它能提示我们不要过度自信，不要过度集中投资，不要过度频繁交易，要遵守适应不确定性环境的规则，而非指望环境、事实会受我们的意念、期望指使。

初期阶段频发的错误在于：我们没意识到自己的决策具有盲注成分，过度自信，认为自己已知或听说的信息都真实、可靠，依据这些能对未来股价推断出确定性结果。

常犯错误之五，不设止损。据《2011 年中国证券投资者综合调查报告》的数据，投资者中不设止损的占 51.8%，设定止损而未必执行的占 19.2%，二者合计为 71%。能设定止损且严格执行的占 29%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市投资出错必然，问题在于不能出大错，不能超出自己的承受能力。在证券市场，不确定是唯一确定的。投资管理要务之一，就是要设保护机制，即止损机制。明确你能承受的风险度。设定与执行止损的一项基本意义，就是能把你算不清、道不明的股市不确定性的风险确定化，划定在你可承受的风险限度内，划定为确定性风险。

该弃牌就弃牌，对前期认错，止损要坚决，不要担心是否认错也会错，股市会再次反向波动。止损会保护你的资金基本盘，等待下一次更明确的机会。止损要设定许可风险，许可风险是指买入价与止损价之间的差额。这是可承受损失的额度。目前，不少私募基金设定下列止损线：下跌 7%～8%为一级止损点；资金全盘亏损 15%～20%，为强制减仓线；资金亏损 30%，为强制清盘线。当然，也有的清盘线设定为资金亏损 50%。

止损理由一般有以下几项：

第一，如果经过深思熟虑仍无法作出明确判断，权当面对不可计量风险，尽早弃牌止损。

第二，遭遇突发性黑天鹅事件，引发未来预期的系列性不确定。股市超预期频繁波动，不要轻易断言不可能如何如何。在股市，非线性机制一直在作用，一切皆有可能。

第三，如果股价持续不符预期，如果市场走势与你的判断相反，极可能出现错估或漏算，要重新检验买入及持有理由。不要以买入价做持有或卖出参照，而是以严谨的合理价值，甚至大幅折价估值为参照。不关注短期价格变化，聚焦企业中长期价值变化趋势。

第四，当初买入依据、理由不存在，或公司基本面恶化——负向超预期。要牢记：首次损失是最小的损失，机会判断最重要，不要被已下注（沉没成本）误导。机会不对，就要尽早止损。

个人心路历程的第二阶段：转换工具，投靠规范投资理论决策模式。

技术分析作战效果不如预期，第二阶段把投资方法寻觅方向转向投资类教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科书，把大量时间、精力投入规范的投资学，读证券投资理论；把基本买卖规则与合理估值作为专题进行探讨。这一阶段主读主流金融理论与投资管理类的教科书。2004 年 6 月读了彼得 L.伯恩斯坦与阿斯瓦斯 • 达摩达兰 1998 年编著的《投资管理》。这是本通论性质的书籍，讲述投资一般规则。另外还读了美国 1997 年出版的《投资组合管理——理论与应用》，由小詹姆斯 L.法雷尔和沃尔特 J.雷哈特著。该书作者之一法雷尔博士，集科研、理论、实践于一身，身为大学教授、美国定量财务研究所所长、金融机构投资组合经理，有 25 年的从业资历。该书为当时最高水平的投资组合实践指导书籍。国内几大基金公司用其作为基金经理培训教材。

下面介绍投资组合理论的意义。1938 年，约翰 • 伯尔 • 威廉姆斯出版了《投资价值理论》，这是一本阐述如何利用贴现现金流模型进行估价的开创性著作。马克维茨 1952 年发表了论文《投资组合的选择》。该文使马克维茨获 1990 年诺贝尔经济学奖。马克维茨投资组合理论之前，主导投资的理念只是寻求最优、收益最高的股票，不考虑风险与组合。按彼得 L.伯恩斯坦的说法：“马克维茨反对威廉姆斯关于投资者在投资过程中只专注于一个目标的假设，在这个过程中投资者只能将赌注压在看上去‘价格最优’的投资品上。投资者的投资是多样化的，因为投资的多样化是对付投资方差的最佳武器。”此外。彼得 L.伯恩斯坦在《投资新革命》前言中这样评价：“在马克维茨 1952 年发表《投资组合的选择》之前，没有真正的关于投资组合结构上的理论——只有经验和惯例。正是马克维茨将投资定义为对未来不确定性的赌博，并将风险确定为投资组合管理的核心。”

从教科书及专著，获得证券投资的基本原理、基本金融逻辑，这些也是金融界主流的投资思维与沟通、交流的工具。笔者依据上述原理，与同事合作，2005 年前后顺利主持完成了两项混合型基金产品的设计。

此期，开始建立了数个专题，最主要的是估值专题。从经济理论上讲，价值与价格的关系，是价格围绕价值波动；从统计学上讲，二者是均值与离差的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系。实战中的投资者作出了这样形象的解释：这是主人与狗外出散步之类的关系，尽管轨迹不重叠，但狗总会追随主人的线路。

然而，现实远比这些理论更复杂。

那股价与价值的关系究竟如何呢？对技术派而言，只存在价格，不存在价值。对价值投资者而言，价值则至关重要，它是买卖的基本依据。

美国耶鲁大学希勒教授在《波动论》一书中用实证数据已表明，企业的理论价值与股市的实际价格存在持续性，大幅度偏离、价格对价值出现“过度波动”是常态。在时间上，股票价格处于不能用基本面因素来解释的状态可以持续数个月，半年，甚至数年以上。在幅度上，二者保持10%以上的偏差也属常态。其难度之高，可以说，谁能把握二者的差别，谁是大师。

教科书教导你存在精确的股票估值公式，但实践中不得不面对股价与基本面“常态”不一致问题。这种落差是规范与实证的落差，是理论与实际的落差。这类公式及概念的使用，只有在经验覆盖之下，在深知其有效值域之际，这些主观的、抽象的公式才是绿色的，才是对现实正确的“表征”，才具有生命力。价值公式解读，要采用长期时间框架方有效，至少3～5年。它根本不是短期有意义的指标。此外，还有估值中枢漂移问题、情境与估值匹配问题等。简捷的价值公式，如现金流折现模型、公式，在实战应用中渐行渐远。除了灵魂，几乎找不到形体。如麦吉所言：“我们不能精确预测未来事项，资深专家估计结果也不同。这是一只股票价值不一致的一个原因。”“关于什么是价值这一话题，我们或许可以展开一场为期 100 年的论战，最终也未必能够得出令人心悦诚服的结论。”[㊀]估值一般可采用三个基本公式：第一，资产重置价格，这是以资产为核心的估值公式；第二，企业盈利能力评估模式，这是以企业未来价值为中心的估值模式；第三，企业未来现金流折现模式，这是理论、公式都很精准的模式，但获得符合其所需的数据属于近乎不可能的任务。估值专题，雾里进去，雾里出来，全世界不知已耗费了多少心智，不得终解或根本没固定解，存在主观任意度。

㊀ 约翰·麦吉，《股市心理博弈》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于规范投资理论之收获：在初期，结果令人振奋。在理论上，能令人充分感受到主流金融理论的定理简捷、和谐，逻辑严谨、优美。在这样的视野中，金融是一门和谐、有序、可精确化、可模型化的科学。读罢顿感利器在握，大业可成。然而，数年实践之后，却坠入诗仙李白所吟“行路难”的境地：“行路难！行路难！多歧路，今安在？”“停杯投箸不能食，拔剑四顾心茫然。”

主流理论各种局限、实战遇到的问题可以总结为，陷入逻辑通、行不通的困境——深感陷入理论与实战脱节的困惑。

第一，主流的有效市场理论对证券市场的复杂性、不规则性高度简化。然而，市场对一些关键变量又异乎寻常地敏感，且这些关键变量又随情境漂移。不当简化会造成盲区、雷区，造成恶性事故。长期资本管理公司是一典型案例。其突出问题之一，是对风险的定义问题。把风险视为收益波动，简化成标准差，把不可计量的及不可预期的不确定性排除在外，结果制造了金融界的泰坦尼克事件。再者像风险溢价这样的概念，诚如行为心理学所批：这个概念有用，但高度模糊，它能成为承载一切未知之筐——“经济学家对他们不知道的因素喜欢给出一个名字：风险回报。”㊀

第二，主流金融理论存在思维模式的错误及古典方法论的局限，即均衡、线性因果、线性择优、正态分布之思维误区。它们已被实践证伪：不能映射复杂现实。其最大的问题是理论成立所需要的假设条件与现实不符。

个人心路历程的第三阶段：专题研究与积累——转向概率思维模式。笔者在这一阶段开始专项治理、整顿，建立系列专题“股市迷之追索”，并结合实践及案例研究，向专著求解，只读大师的专著，沉淀理念，建立概率逻辑思维范式。

某次笔者在重读阿斯沃斯·达摩达兰 2003 年版的《投资原理——成功的策略和成功的投资者》之后，恰好转读格雷厄姆的《聪明的投资者》。笔者有了两点强烈感受。其一，理解某种投资理念，必须启动原始型思考，最好体验其

㊀ 詹姆斯·蒙蒂尔，《行为金融——洞察非理性心理与市场》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提炼、形成的特定的心路历程。读《聪明的投资者》，你能感受到价值投资原始创作的力量，原始思维路径能助人更好地理解价值投资的本意。感受价值投资者原生态的力量，对后期价值投资理念的发展能有更好的理解。其二，教科书与专著有区别，学院派与实战派有巨大的区别。实战派与学院派在焦点问题、重点问题上有极大差别。从内容而言，格雷厄姆始终围绕实战焦点问题。达摩达兰则受困于各种既定的理论框架，难有创意，游离实际尖端问题。理论追求逻辑严谨，追求普适，基于这种方法论局限，导致理论必然低估、错估市场的一系列复杂性。问题不在逻辑如何简洁、完美，突出问题在于实证检验上的模型仿真度、有效性问题。

对于大师的专著，你在不同实践阶段反复去读，你的感受、领悟会不断更新。像挖掘稀有金属的矿藏，不时会有惊喜的收获。有些书赏心悦目，如《魔鬼投资学》可一口气读完，快感通透。有些书，读之确是艰苦之旅，尤其是认知心理学+概率+思维模式方面的书，解读过程简直是福尔摩斯解码、破案。例如马克·道格拉斯的《交易心理分析》，笔者初读是在 2008 年 8 月，当时有些不知所云，只感觉视角独特，个别论述有些新意，仅此而已。直到 2012 年，时断时续，4 年之间读过不下 10 遍。每次读都很费神、吃力。第一遍读，大概只理解作者意图的 10%，数度把它当成概率思维书籍解读，最后发现，这本书竟然是除《投资者大脑使用手册》之外，自己一直在寻觅的“股市情绪管理规则”类的书籍。笔者思忖也许已理解了 70%，或者已被泛化、被理解了 150%～200%。总之，读书的一种境界是折价——你只读懂作者意图的一小部分；读书的另一种境界是溢价——你能领悟作者意图的 200%或更多。如果直接读外文，折价或溢价则加倍。该书作者原计划用 7 个月写成此书，可实际花费了 7 年半的时间完成。作者感叹：“不知写书这么难，要以别人能接受的方式解释自己所了解的东西很难。”笔者对此语过目难忘，耿耿于怀。这是本不断被放下，不断被拿起，又不断强迫自己去读的书。

此阶段使笔者的理念、思维模式受冲击最大的一本书是约翰·麦吉的《股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市心理博弈》，这本书在不同时期，笔者反复读过不下 5 遍。最新的感受是，麦吉在几方面都是对股市做多元解读方法论的先驱。

该书出版于 1958 年，是 1948 年《股市趋势技术分析》一书的姊妹篇。前者讲述股市技术分析。贝斯蒂在推荐序中评价，自股市出现以来，众多的投资者一直在重复一些错误，这些错误导致失败的交易。原因在于人的本性与无知。股市是个学校，但学费无论从短期还是长期核算均属高昂。“通过本书的论述，麦吉与不成熟的行为模式划清了界限，并描绘出了能够确保长期成功所必需的心理状态和方法。”“如果说股市上有什么成功秘诀的话，那也只会是，能够在相当长的时期内获取收益的恰当的心态、恰当的习惯以及恰当的技术。”

《股市心理博弈》反映了麦吉从股市现实到股市符号概括，这一抽象思维推断的过程及中间遇到的问题。作者观察股市纷杂现象，及提炼其本质属性的能力，已经历了 50 年的时间检验，读者大可感受作者智慧的光芒穿越时空。麦吉强调思维模式、心理定式对股市决策的重要性，并提倡对股市完全不同的视角解读——市场多维性、多解性的解读。这些问题在今日认知心理学及复杂理论的昭示之下，更加醒目。

第一，初入股市者思维模式的适应、调整问题。初入股市期，简而言之，投资者普遍存在心智失常问题，但并不自知。前期在其他领域越成功、越自信的人，越易犯严重的错误，源于过度自信。麦吉引用威勒尔心理学博士的观点：“精神病大夫的工作，就如同教师的工作一样，不仅要致力于教育学生如何来解决问题，更要教会学生去理解自己的思维方式，为自己构建进一步的教育和再教育的方式、方法，以便更现实地对待人们所生活的外界环境。”一方面，正确的看待自己，调整自己的思维方式，构建适合或然世界的心智模式、思维模式，从确定性、因果性、线性、单元性思维方式，转变为或然性、概率逻辑、非线性、多元性思维模式；另一方面是认知心理学问题，如何才能正确看待外部世界。“人类必须不断地变革自己，不断地解决新的问题，不断地适应环境的变化和要求。但是，在你能够改变你的生活方式之前，你必须首先能够改变你的观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念，尤其是那些自童年时代起便固化在你大脑里、构成你的价值观体系的种种观念。而要做到这一点，你必须首先理解这些观念的起源，以及它们如何运作和决定你的行为的机理。”

第二，多元学科、多元解读的先驱。麦吉认为，单元、双元思维存在重大缺陷。“一般而言，我们的教育所倡导的方向，势必将我们引入二元论的思维模式以及两分法的逻辑推理之中”。“不是、就是，其实就是一种散漫思维模式下最基本的特征。这种看待事物的态度，实际上把我们的生活简化成了非黑即白的两个极端的状态，这种过于简单化的片面思考方法，必将极大地妨碍我们对事物进行理智的分析”。麦吉主张，要采用三元思维到多元、无穷值系统。“在评价系统中，设置的基准点越多，我们所画出的图形也将越能够精确地描述它所代表的外界客观事物。”当然，多元度、概括度、合适度取决于任务。

第三，认知心理学在股市应用的先驱。麦吉的《股市心理博弈》完成于 1958 年，而认知心理学确立于 1967 年。但麦吉已探索了股市中面对的认知心理学基本问题、思维模式与模式识别问题、概念形成问题（概念地图论）等。麦吉特别强调防范“抽象陷阱”，即过度概括、模糊不清、忽视差别、脱离实际。其一，“高度抽象的概念总是模糊不清的。而且，随着抽象层次的上升，它所代表的客观事物的大概轮廓也将变得越来越模糊。”其二，“把问题简单化和片面化的思维模式，与我们前面讨论过的思维抽象的过程休戚相关。我们并不能说它全盘皆错，而也正是这一特点，使得它无比危险。也就是说，这种简单化的思维模式，只要稍有不当，便将无可救药地陷入错误的陷阱。”其三，情境模糊、界定不清晰，导致股市判断靠悟性。

在这个阶段，笔者逐步收敛概率思维模式，聚焦于不确定性的决策与分析。通过对难题的解答，引出复杂性分析，其界域已不限于证券投资。对复杂性问题的求解，引出跨学科问题，因为仅在证券投资专科限定范围内找不到答案。

个人心路历程的第四阶段：转向多元逻辑，确认不确定性决策综合分析框架。追索不确定性决策问题，受复杂系统理论、混沌理论的冲击，笔者读书趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于多元化。

笔者在对一些基本原则有所收获的同时也伴随投资实践积累了一系列疑问，且这些疑问在原框架下无解，不得不向其他理论体系求解。

读完马奇所著的《决策是如何产生的》一书，笔者把各类专题的焦点转向不确定性情境与决策问题，形成了新的分析框架。

该阶段笔者主读的书籍以不确定决策规则为核心，以复杂系统理论为依托，涉及多元学科，具体包括金融行为心理学、认知心理学教材，如《股市心理博弈》、《不确定情境与判断》等专著；概率思维规则类书籍，如《黑天鹅》、《随机愚弄》、《概率史》、《交易心理分析》。其后，笔者转向科学哲学、复杂系统适应理论，读了《魔鬼投资学》、《资本市场的混沌与秩序》、《科学发现的逻辑》、《穷查理宝典》等。总而言之，笔者早期被决定论的思维惯性统治，仅用经济学、金融学原理、规律解读市场，指导决策，遭遇挫折，数年来经过断断续续的专题研讨，才获得目前的阶段性结论——复杂适应理论方为应对股市疑难杂症之基本规则。

目前对复杂系统的解读、描述已获重大成果，涌现出的一系列新的科学方法论，形成一场方法论的革命、创新。虽然多方面尚不成熟，但其本质却是一种新的世界观和方法论。

理解复杂适应理论会遭遇多学科驾驭问题、这在专题整合期表现得日益突出。多学科涉及：经济学、社会学、金融学、投资学、逻辑学、哲学、科学哲学（有时被称为自然辩证法）；心理学；行为心理学，认知心理学；概率；混沌理论、复杂适应理论。

不同的学科从不同的视角解读世界，因此至少需要读过以上这些学科的基本教材；而在后期，则要聚焦某些学科的某方面专题、专著。这里耗时最多的问题，是理解概率思维模式问题、混沌理论、复杂理论问题、股市中的心理学（行为心理学、认知心理学问题）。这些核心内容与我们早期所受的教育，直到研究生为止所被灌输的理性世界观相互冲突，甚至截然不同。这个问题在复杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适应理论方面最为突出。复杂适应理论告诉我们存在一个非线性的“隐秩序”世界，其有序世界的信息强度远比我们习惯思维模式所默认的强度低得多。

专题追索不能过多纠缠于某个学科、某个专题。每个人时间、精力有限。一味刨根问底，会迷失于没有尽头的沼泽；涉猎过少，又不够用，不得其解。只能采取有限理性推理原则——“足够好”即终止的原则。

多元学科最终面对如何整合的问题。现实的金融市场，并非按学科划分，而是面临多学科的整合——在现实层面复杂模式面前的整合。不确定性决策分析框架是良好的整合平台。

第一，就所处学科领域而论，股票决策属应用学科，属应对复杂系统决策的应用学科，判定其方法有效，它必须适应市场实况。股票市场自身的复杂性、多维性，决定了决策方法的综合性。适用于简单系统的，不适用于复杂系统。复杂性需要新方法；多维性决定了多学科知识、概念、规则在决策框架下如何整合的问题，即围绕合理决策之目标整合。单一学科、框架的分析不能得到令人满意的结果。

第二，框架具有导向作用，使注意力集中。不确定性决策分析框架，目标明确，直面不确定性决策这一焦点问题及相关的焦点变量，同时也是把复杂系统问题，尤其是把“复杂适应”与“适应复杂”列为决策分析的核心命题。

第三，该框架具有良好的兼容性，不仅能为多学科知识、研究成果解读复杂性提供兼容、整合的分析框架，也能为多种流派的分析方法提供兼容、整合的分析框架。复杂系统问题的应对，需要多学科整合。各学科的知识属合理决策所需支持的素质体系。不确定性决策框架可兼容各类股票投资分析方法。它可综合金融学、经济学、心理学等多学科，也可使各学科各司其职、各就其位。同时，该框架也可兼容各类投资分析方法。各类方法各有优劣，但均为实战经验的总结，均属应对不确定性决策的工具，它们各有适用情境，并非相互排斥。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资总监的告白

投资理念揭盲与重塑

敬畏市场的无序性和异常值



作者在国内股市倾注了多年的心血。他善于总结和借鉴，结合丰富案例和切身体会，融会贯通，成就了一本精彩纷呈的股市投资劝世文。

——银河证券衍生品部总经理　丁圣元

盲区或是雷区，作者汇集多方经验，将经验升华为投资行为规则，能助投资者攀越股市高端认知门槛。

——新华基金管理有限公司总经理　孙枝来

该书凝聚了作者二十年股市生存智慧之精华。投资理念历来知易行难，贵在知行合一。

——诺德基金管理有限公司总经理　潘福祥

作者解读股市的视角、方法独到。读过之后，你眼前股市运行的脉络将被重置。

——中山证券有限责任公司总裁　黄扬录

对实业投资而言，本书所述不确定情境下之种种决策规则，富有启迪。

——香港四通控股有限公司总裁　张迪生





图书上架建议 投资/个人理财
ISBN 978-7-111-40914-4
定价：39.80元